

TARTU ÜLIKOOL

Pärnu kolledž

Ettevõtluse osakond

Martin Vikat

AÜMD 4

**ETTEVÕTTE FINANTSEERIMISSTRATEEGIA
MÕJU DIVIDENDIPOLIITIKALE AKTSIASELTS
EESTI ENERGIA NÄITEL**

Bakalaureusetöö

Juhendaja: lektor Margus Kõomägi, MA

Pärnu 2015

SISUKORD

Sissejuhatus.....	3
1. Ettevõtte kapitali struktuuri ja dividendipoliitika süsteemne käsitus.....	6
1.1. Kapitali struktuuri teoreetiline käsitus	6
1.2. Dividendipoliitika teoreetiline käsitus	15
1.3. Kapitali struktuuri ja dividendipoliitika finantsanalüüsi meetodite kogum	27
2. Aktsiaselts Eesti Energia kapitali struktuur ja dividendipoliitika	32
2.1. Aktsiaselts Eesti Energia lühitutvustus	32
2.2. Ettevõtte finantseerimisstrateegia ja dividendipoliitika analüüs aastatel 2010-2014	34
2.3. Stsenaariumianalüüs finantseerimisstruktuuri mõju kohta uuritava ettevõtte finantsnäitajatele, rahavoogudele ja dividendipoliitikale	46
2.4. Järeldused ja ettepanekud uuritava ettevõtte finantseerimisstrateegia ja dividendipoliitika osas.....	54
Kokkuvõte.....	58
Viidatud allikad.....	62
Lisad	66
Lisa 1. Kapitali struktuuri teoreetiliste käsitluste süsteemne ülevaade	66
Lisa 2. Dividendipoliitika teoreetiliste käsitluste süsteemne ülevaade	67
Lisa 3. Kapitali struktuuri ja dividendipoliitika süsteemne käsitus	68
Lisa 4. AS Eesti Energia bilanss 2009-2014 aastal (miljon eurot).....	69
Lisa 5. AS Eesti Energia kasumiaruanne 2009-2014 aastal (miljon eurot)	71
Lisa 6. AS Eesti Energia rahavoogude aruande kirjed 2010-2014 aastal (miljon eurot)	72
Lisa 7. Täiendavad finantsandmed AS Eesti Energia majandusaasta aruannetest 2010-2014 aastal	73
Summary	74

SISSEJUHATUS

Ettevõtete finantseerimise ja dividendide väljamaksmise seaduspärasid ning teoreetilisi käsitusi on majandusteadlased põhjalikumalt uurinud alates möödunud sajandi keskpaigast. Seejuures on finantseerimisotsuste ja dividendide väljamaksmise uurimuste fookus suunatud enamasti asjaolule, kuidas avaldavad antud tegevused mõju ettevõtte väärtusele. Rahandusteooria kõrgeima postulaadi järgi on ettevõtte tegutsemise eesmärk ettevõtte omanike rikkuse maksimeerimine, mis enamasti avaldub ettevõtte väärtuse kasvamise kaudu. Ettevõtte väärtust on võimalik juhtida investeerimisotsuste, finantseerimisotsuste ja dividendide maksmise otsuste kaudu. Käesolev töö keskendub põhjalikumalt nendest kahe viimase uurimisele. Samuti nagu erainvestorid, soovib riik äriühingu aktsionärina kasvatada oma rikkust ettevõttes loodud lisandväärtuse näol. Riigifirmade puhul on dividendide maksed enamasti peamiseks viisiks, kuidas omanik saab realiseerida kapitali kasvult teenitud tulu rahas. Seetõttu tuleb ettevõttel luua finantseerimisstrateegia, mis täidaks ettevõtte põhieesmärgi ja võimaldaks omanikku teenindada jätkusuutliku dividendituluga.

Töö teema aktuaalsus seisneb selles, et praegust majanduskeskkonda iseloomustav ekspansiivne rahapoliitika soodustab ettevõtete äri- ja investeerimistegevuse finantseerimiseks kasutama odavat võõrkapitali. Võõrkapitali kasutamine kutsub esile muutused ettevõtte finantsseisundis ja rahavoogudes, mis omakorda avaldab mõju dividendide maksmisele. Finantseerimisstrateegia koos dividendipoliitikaga mängivad süsteemset rolli ettevõtte kapitali struktuuri kujundamises ja ettevõtte väärtuse juhtimises.

AS Eesti Energia finantseerimisotsuste näitel on juhtunud nii, et üheltpoolt võetakse ettevõtetest dividende, aga teisalt suurendatakse aktsiakapitali samal tegevusaastal. Eelkirjeldatud olukord on põhjustatud suuremahulise võõrkapitali kaasamisest tulenevast äriühingu krediitdivõimekuse halvenemisest, millest kerkib üles probleem, et

ettevõtte võlakordajat on edaspidiselt suurendada üsna keeruline. Kuna võlakordaja suurenemine muudab teatud määral ettevõtte finantsseisundit, võivad dividendide väljamaksed (omakapitali vähendamine) olla komplitseeritud.

Töö eesmärk on välja selgitada, kuidas ja millisel määral mõjutavad riigile kuuluva ettevõtte finantseerimisstrateegiast tulenevad muutused kapitali struktuuris ettevõtte omanike käsutusse jäävat rahavoogu, ettevõtte finantsseisundit ja dividendipoliitilisi otsuseid. Eesmärgi täitmiseks on töö autor sõnastanud alljärgnevad uurimisülesanded:

1. Ettevõtte kapitali struktuuri kujundamise teoreetiliste meetodite uurimine ja süstematiseerimine;
2. Erinevate dividendide maksmise võimaluste käsitlemine ning ettevõtte dividendietsuste teoreetiliste meetodite uurimine ja süstematiseerimine;
3. Kapitali struktuuri ja dividendipoliitika analüüsi meetodite käsitlemine;
4. Uuritavast ettevõttest lühitutvustuse tegemine;
5. Analüüsida ettevõtte finantseerimisstrateegiat ja tehtud dividendietsuseid;
6. Teostada stsenaariumianalüüs finantseerimisstruktuuri mõju kohta ettevõtte finantsnäitajatele, rahavoogudele ja dividendipoliitikale;
7. Teha järeldusi ja ettepanekuid uuritava ettevõtte finantseerimisstrateegia ja dividendipoliitika osas.

Töö teoreetilises osas on kasutatud enamjaolt ingliskeelsetes teadusajakirjades (*Journal of Financial Economics*, *The Journal of Finance*) avaldatud artikleid. Töö empiirilise osa teostamiseks on kasutatud aktsiaselts Eesti Energia majandusaasta aruandeid. Töö autor on uurimustulemuste paremaks vormistamiseks kasutanud erinevaid jooniseid ja tabeleid.

Bakalaureusetöö koosneb kahest põhipeatükist. Esimeses peatükis luuakse süsteem ettevõtte kapitali struktuuri ja dividendietsuste teoreetilistest käsitlemistest, mille funktsionaalne rakendatavus võimaldab empiirilisel analüüsida finantseerimisstrateegia mõju dividendipoliitikale aktsiaselts Eesti Energia näitel. Esimese peatüki lõpetab kapitali struktuuri ja dividendipoliitika finantsanalüüsi meetodite kogum. Teises peatükis analüüsitakse aktsiaselts Eesti Energia finantseerimis- ja dividendietsuseid aastatel 2010-2014. Analüüsi käigus kirjeldatakse muutusi ettevõtte kapitali struktuuris ning finantseerimisstruktuuri muutustest tingitud mõju ettevõtte finantsnäitajatele,

rahavoogudele ja dividendiotsustele. Ühtlasi teostatakse teises peatükis stsenaariumianalüüs kapitalistruktuuri mõju kohta ettevõtte finantsnäitajatele, rahavoogudele ja dividendipoliitikale. Teise peatüki lõpetavad järeldused ja ettepanekud aktsiaselts Eesti Energia finantseerimisstrateegia ja dividendipoliitika osas.

1. ETTEVÕTTE KAPITALI STRUKTUURI JA DIVIDENDIPOLIITIKA SÜSTEEMNE KÄSITLUS

1.1. Kapitali struktuuri teoreetiline käsitlus

Ärerahanduse arengu vältel on ettevõtete rahastamise uurimisega kaasas käinud ettevõtte kapitali struktuuri paradigma, mille erinevaid teoreetilisi käsitlusi on majandusteadlased uurinud juba aastakümneid, kuid ainulaadset ratsionaalset lähenemist ei ole sellele siiani leitud. Enne 1958. aastat oli ettevõtte kapitali struktuuri käsitletud pigem ettevõtte juhtide improvisatsioonina, mitte kui formaalselt konstrueeritud mudelina, mida on võimalik testida statistilise analüüsi käigus.

Kapitali struktuur (*capital structure*) näitab, kui suures ulatuses ning millises osakaalus jagunevad ettevõtte finantseerimisallikad ettevõtte kogukapitalist. Eelkõige tuleb kapitali struktuuri analüüsimisel uurida võõrkapitali intressikandvat osa ja omakapitali. Võõrkapitali lühiajaline osa on pidevas muutumises ja kajastab pigem arvete maksmise poliitikat kui laenu kasutamise oskust (Kõomägi 2006: 124).

Tänapäeva rahandusteooria kõrgeima postulaadi järgselt on ettevõtte eesmärk selle omanike rikkuse maksimeerimine ning sellisel juhul on parim ettevõtte finantseerimisallikate selline valik, kus ettevõtte kaalutud keskmine hind (WACC) on minimaalne ning ettevõtte väärtus maksimaalne. WACC-i leidmisel on võõrkapitali intressikandev osa võrdsustatud selle bilansilise väärtusega. Omakapitali väärtusega sedamoodi toimida ei saa, seda seetõttu, et omakapitali turuväärtus on üldjuhul oluliselt suurem kui bilansiline väärtus (Brigham, Daves 2013: 318).

Franco Modigliani ja Merton Miller tulid 1958. aastal välja teoreetilise kapitali struktuuri mudeliga, milles väitsid, et ettevõtte väärtus ei sõltu ettevõtte finantseerimisvahendite valikust. Nemad mõistsid ettevõtte kapitali struktuuri all

ettevõtte oma- ja intressikandva võõrfinantseerimise kombinatsiooni pikaajalises perspektiivis. Modigliani ja Miller lõid kapitali struktuuri irrelevanttsuse teooria (*capital structure irrelevance theory*), mille esimese teesi kirjeldus piltlikus tähenduses on: koogi väärtus ei sõltu sellest, kuidas kook lahti lõigata. Antud teooria avaldamisega panid mehed põhja ettevõtete rahastamise valdkonnas kahele suunale. Esimene suund nendest uurib seda, kuidas mõjutab võõrkapitali kaasamine ettevõtte finantsriski ja kapitali hinda. Teine suund uurib optimaalset kapitali struktuuri (võõrkapitali ja omakapitali segu).

Ettevõtete rahastamise juures ei saa rääkimata jätta finantsriskist ning kapitali hinna kujunemise kirjeldamisest. Kapitali struktuur avaldab mõju olulistele ettevõtte finantsnäitajatele. Üheks nendest on beetakordaja (β), mis näitab süstemaatilist riski. Samuti on beetakordaja sisendiks kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamisel. Muuhulgas on kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamisel kõigepealt tarvis leida omakapitali hind.

Omakapitali hinna k_s leidmiseks on kasutatud valemit (Kõomägi 2006:155):

$$(1.1) \quad k_s = R_f + \beta_t \cdot RP_m,$$

kus R_f - arenenud riigi valitsuse võlakirja *YTM*,
 β_t - koguriski beetakordaja,
 RP_m - tururiskipreemia korrigeerituna Eesti riigi riskiga.

Ettevõtte võimendusega beetakordaja leitakse järgneva valemiga (Kõomägi 2006:154):

$$(1.2) \quad \beta_L = \beta_U \left(1 + \frac{D}{E}\right),$$

kus D – võõrkapitali väärtus,
 E – omakapitali turuväärtus,
 β_U – majandusharu finantsvõimenduseeta beetakordaja.

Kaalutud keskmist kapitali hinda saab leida järgmise valemiga (Kõomägi 2006: 156):

$$(1.3) \quad WACC = \frac{D}{D+E} \cdot k_d + \frac{E}{D+E} \cdot k_s,$$

kus k_d - võõrkapitali hind,
 k_s - omakapitali hind,
 D - võõrkapitali väärtus,
 E - omakapitali turuväärtus.

Modigliani ja Milleri irrelevanttsuse teooria käsitluses ei sõltu ettevõtte väärtus kapitali struktuurist, vaid ettevõtte äritegevusest tulenevatest rahavoogudest. Seega sõltub firma väärtus ettevõtte poolt valitud investeerimisprojektide tulususest. Milleri ja Modigliani esimese teesi maksudeta juhul on finantsvõimendust kasutava firma väärtus võrdne ainult omakapitalil põhineva firma väärtusega. Seega pole vahet, kas laenu võtab ettevõtte juriidilise isikuna või ettevõtte omanik füüsilise isikuna ning firma väärtus ei sõltu ettevõtte kapitali struktuurist.

Modigliani ja Milleri kapitali struktuuri irrelevanttsuse mudeli eeldused on järgmised (The Cost of Capital... 1958):

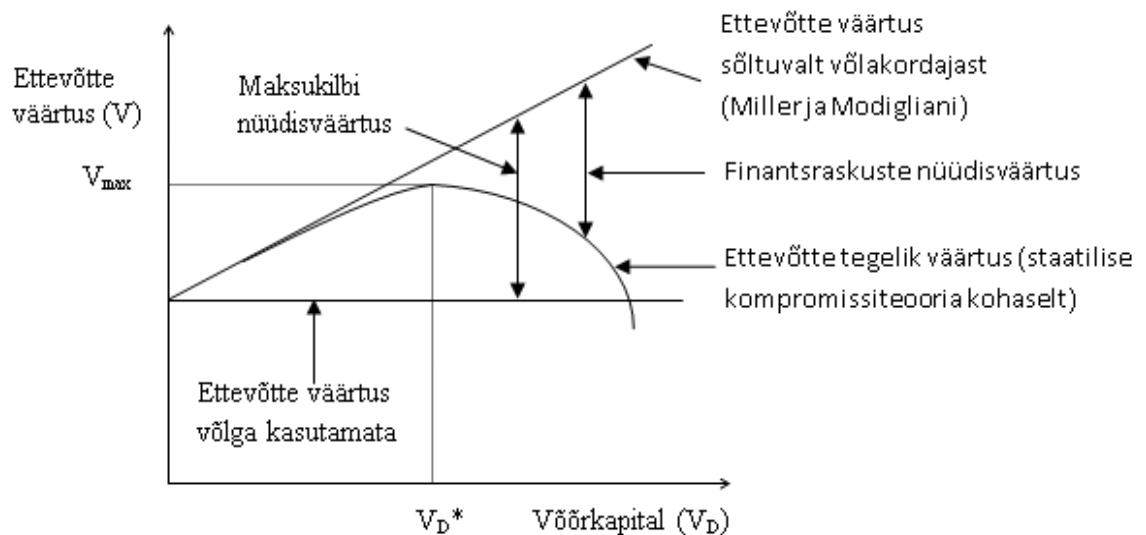
- puuduvad transaktsioonikulud;
- puuduvad nii eraisiku kui ettevõttega seotud maksud;
- puuduvad pankrotikulud;
- investorid saavad raha laenata ettevõtetega sama intressimääraga;
- laenu kasutamine ei mõjuta ettevõtte ärikasumit;
- ettevõtte juhtide ja investorite vahel eksisteerib informatsiooni sümmeetria.

Modigliani ja Milleri irrelevanttsuse teooria II teesi käsitlese järgi tõuseb finantsvõimenduse suurenemisega seoses ettevõtte omakapitali hind, sest võõrkapitali kasutamisest tuleneva riski suurenemine toob kaasa endaga omanike poolt nõutava tulunormi tõusu. Maksudeta maailmas kapitali hind ei muutu (Brigham, Daves 2013: 530), sest odavama võõrkapitali osa suurenemisega suureneb ka omakapitali hind ja sedasi toimub tasakaalustumine. MM II teesi kohaselt tõuseb omakapitali hind lineaarselt võõrkapitali osa suurenemisega ettevõtte kogukapitalist, mistõttu kaalutud keskmine kapitali hind ei sõltu ettevõtte omakapitali ja võõrkapitali proportsioonist.

Miller ja Modigliani (1958) originaaltööle lisaks publitseerisid ökonomistid 1963. aastal teise artikli (Corporate income taxes... 1963), mis käsitles irrelevanttsuse teooriat koos ettevõtte tulumaksuga. Ettevõttel, mis kasutab finantsvõimendust, on veel üks täiendav

rahavoog – intressi maksukilbist saadud lisatulu. Kui laenu osakaal suureneb, siis suureneb ka ettevõtte väärtus. MM maksudega kohendatud I järelduse järgi on firma väärtus võlakordajaga positiivselt seotud. Seega saab järeldada, et firma väärtuse tõstmiseks on sobiv suurendada finantsvõimendust nii palju kui võimalik.

Milleri ja Modigliani kapitali struktuuri teooria järgi peaks ettevõtte kapitali struktuur koosnema ligilähedaselt 100% võõrkapitalist. Teoorias võib tunduda antud väide elegantne, aga praktikas mitte just väga realistlik. Samas oli Milleri ja Modigliani mudel fundamentaalseks aluseks staatilise kompromissiteooria (*static trade-off theory*) tekkele, milles arvestatakse finantsraskustest tulenevate kuludega (vt joonis 1.1).



Joonis 1.1. Ettevõtte väärtuse seos finantsvõimendusega (Brigham, Daves 2013: 459).

Staatilise kompromissiteooriaga lisanduvad Miller ja Modigliani kapitali struktuuri mudelile finantsraskustest tulenevate kulude nüüdisväärtus. Mida rohkem firma võlga kasutab, seda suuremad on jooksvad väljaminekud intressidele ja laenu tagasimaksetele. Võõrfinantseerimise kaasamisega suureneb ettevõtte pankrotioht. Suurem risk tähendab omakorda olukorda, et võlausaldajad soovivad võla eest kõrgemat intressimäära.

Staatilise kompromissiteooria järgi on ettevõtte saavutanud optimaalse kapitali struktuuri, kui täiendava ühiku laenukapitali piirtulud võrduvad piirkuludega ehk ka täiendava laenu võtmise puhul oleks finantsraskuste nüüdisväärtus võrdne maksukilbi nüüdisväärtusega. Optimumpunktis (V_D^*) on ettevõtte võõrkapitali hulk optimaalne,

millest tulenevalt on ettevõtte kaalutud keskmine kapitali hind minimaalne ning ettevõtte väärtus maksimaalne (V_{\max}).

Jensen ja Meckling (1976) väitsid, et ettevõtte kapitali struktuuriga käivad kaasas ka agentuurikulud. Firma juhtidel ja omanikel on erinevad huvid. Omanikud soovivad teenida investeeritud kapitalilt võimalikult suurt tulusust. Juhid soovivad ettevõtet ohutult juhtida, et mitte kahjustada enda isiklikku mainet. Ühtlasi on juhtidel firma juhtimine ainsaks sissetulekuallikaks, mistõttu ei pruugita võtta vastu väga riskantseid finantseerimisotsuseid, sest tahetakse kindlustada enda töökoht ja hea maine. Heaks aspektiks võõrfinantseerimise juures on see, et võõrkapitali kasutamine kohustab juhte välja maksma firma vabasid rahavoogusid ning piirab ülisuurt ja asjatut firma juhtide poolset kulutamist, sh agentuurikulusid. Negatiivse aspektina võib agentuurikonflikt kaasa tuua alainvesteeringute riskantsematesse ja tulutoovatesse projektidesse. Suurenevad firma alternatiivkulud, sest firma juhtkond kardab liialt suuri riske võtta (Jensen, Meckling 1976). Ühtlasi on negatiivse vaba rahavooga ettevõtetel vajalik kaasata investeeringute rahastamiseks täiendavaid finantseerimisallikaid. Kapitaliturgudel on täiendav roll ettevõtete monitoorimise näol, et distsiplineerida juhtkonda ettevõtte rahavoogude kasutamisel (Jensen 1986). Seega on üheks agentuurikulu liigiks juhtkonna monitoorimise kulud. Richardson (2006) kinnitas empiirilise analüüsiga, et suurte vabade rahavoogudega ettevõtted investeerivad keskmiselt 20 senti igast ettevõtte vabadesse rahavoogudesse teenitud dollarist negatiivse NPV-ga (nüüdispuhasväärtusega) projektidesse. Samas jällegi need samad suurte vabade rahavoogudega ettevõtted tagastavad 40% vabadest rahavoogudest ettevõtte aktsionäridele (Over-investment... 2006).

Samuti on firma juhtide ja investorite vahel informatsiooni asümmeetria. Seega on osad finantseerimisinstrumendid eelistatumad. Myers ja Majluf (1984) olid esimesed, kes selgitasid kuidas ettevõtte sisene ja väline informatsioon mõjutab ettevõtte kapitali struktuuri kujunemist. Nad tõestasid, et kui ettevõtte investorid on vähem informeeritud kui ettevõtte juhid ettevõtte varade tegelike väärtuste ja ettevõtte perspektiivi osas, on omakapitali ja võla hind turu poolt valesti hinnatud. Seega ei ole võimalik avaliku aktsiaemissiooni variandi korral saada päris ausat tulemust kõikide tehingupoolte suhtes. Informatsiooni asümmeetria tõstab kapitali hinda ettevõtteväliste

finantseerimisallikate kasutamise puhul, vähendades elluviidavaid investeerimisprojekte. Täiendava kapitali hankimisega kaasnevad ka lisanduvad transaktsioonikulud, eriti välise omakapitali kasutamise puhul. Võõrkapitali kasutamine toob kaasa küll maksukilbi tekke ja omab selles osas eelist omakapitali kasutamise suhtes, kuid hoolimata sellest hoidutakse võõrkapitali kasutamisest primaarse finantseerimisallikana, sest võõrkapital toob kaasa ettevõtte jaoks tahtmatut monitoorimist ja kontrolli võlausaldajate poolt. Ettevõttesiseste finantseerimisvahendite kasutamine tagab ettevõttele madalama kapitali hinna.

Myers ja Majluf (1984) panid aluse finantshierarhia teooria (*pecking order theory*) tekkele. Finantshierarhia teooria järgi toimub ettevõtete finantseerimine finantseerimisallikate paremusjärjestuse alusel. Ettevõtte eelistab kasutada eelistatumad finantseerimisvõimalused enne ära, kui võtab kasutusele vähemeelistatumad. Finantseerimisel eelistatakse finantseerimisallikaid alljärgnevalt (Corporate financing and investment decisions... 1984):

- jaotamata kasum;
- pangalaen ja võlakirja emissioon;
- vahetusvõlakirja emissioon;
- aktsiaemissioon.

Rajan ja Zingales (1995) uurisid G7 riikide ettevõtete finantseerimist ja leidsid, et suurematel firmadel on finantsrisk paremini hajutatud ning võimalus sattuda finantsraskustesse oluliselt väiksem. Seetõttu saavad suuremad firmad lubada ka kõrgemat võlakordaja taset kui väikesed firmad.

Rajan ja Zingales leidsid, et võlakordaja sõltub peamiselt 4 faktorist (What do we know about Capital Structure... 1995):

1. Ettevõtte suurus. Suuremad firmad saavad lubada kõrgemat võlakordaja taset.
2. Materiaalne põhivara. Ettevõtted, millede põhivarade suhtarv ettevõtte koguvarast on kõrge, omavad ka kõrgemat võlakordaja taset.
3. Kasumlikkus. Suurema kasumlikkusega firmadel on madalam võlakordaja tase.
4. P/BV. Kõrgema aktsia turuhinna/aktsia raamatupidamisliku väärtuse suhtarvuga ettevõtetel on madalam võlakordaja tase.

Rajani ja Zingalese uurimus toetab nii staatilise kompromissiteooria kui ka finantshierarhia teooria paikapidavust. Staatilist kompromissiteooriat toetavad argumendid, et suuremad firmad, kes omavad rohkesti materiaalselt põhivara, satuvad finantsraskustesse väiksema tõenäosusega ja peaksid kasutama rohkem võõrkapitali. Samuti interpreteerivad kõrge P/BV-ga firmad kõrgemat kasvupotentsiaali ning ühtlasi suuremat finantsraskustesse sattumise tõenäosust, mistõttu peaksid nad vähem võõrkapitali kasutama. Finantshierarhia teooriat toetavad argumendid, et kasumlikud ettevõtted kasutavad vähem võõrkapitali, sest ettevõtte finantseerimine toetub ettevõttesisesele kapitalile. Ühtlasi viitab kõrgem P/BV tase kõrgemale ettevõtte kasumlikkusele.

Shyam-Sunder ja Myers (1999) testisid empiirilisel 157 USA börsiettevõtte rahastamist ajavahemikus 1971-1989. Uurimustulemusest nähtus, et finantshierarhia teooria sobib ideaalselt küpsusfaasis olevate ettevõtete kapitali struktuuri ja finantskäitumise kirjeldamiseks. Vaid juhuslikke ja ettenägematuid väljaminekuid finantseeritakse laenuga ja võlakordaja hoitakse üldjuhul stabiilsena. Samas ei kirjelda finantshierarhia teooria niivõrd küpsusfaasis olevate ja rohkesti investeerivate ettevõtete finantskäitumist (Testing static tradeoff against pecking order... 1999).

Baker ja Wurgler (2002) peavad ettevõtete rahastamise juures oluliseks aspektiks kapitaliturgude ajastust. Ettevõtted emiteerivad börsidele uusi aktsiaid, kui P/BV tase on kõrge ning ostavad aktsiaid tagasi, kui P/BV on turul madal. Nende uurimusest selgus, et madala võlakordajaga ettevõtted emiteerivad aktsiaid, kui nende väärtus on kõrge. Kõrge võlakordajaga firmad emiteerivad aktsiaid, kui nende väärtus on madal (Market timing... 2002).

Frank ja Goyal (2003) uurisid börsil noteeritud USA firmade rahastamist ajavahemikus 1971-1998. Antud uurimusega korrati sisuliselt Shyam-Sunder ja Myers (1999) uurimust, kuid suurema valimi arvuga ($n=768$) ja kaasaegsemate finantsandmetega. Empiirilisest uuringust selgus, et suurte ettevõtete puhul peab finantshierarhia teooria paika, kuid väikeste ettevõtete puhul mitte. Seega on finantshierarhia teooria testimise puhul ettevõtte suurus kriitilise tähtsusega kriteerium. Tulemusest nähtus, et väikeettevõtted kasutavad rahastamiseks ettevõttevälist omakapitali, sh *IPO*-de (aktsiate esmase avalikku emisiooni) teostamist (Testing the pecking order theory... 2003). Fama

ja French (2005) väitel ei kasutata välist omakapitali viimase valikueelistusena finantseerimisvahenditest. Välist omakapitali on võimalik ettevõttesse kaasata madalate transaktsioonikulude ja madala informatsiooni asümmeetriaga. Fama ja French hinnangul on nii staatilises kompromissiteoorias kui finantshierarhia teoorias tõeseid elemente (vt lisa 1), mis aitavad selgitada ettevõtete finantseerimisotsuseid, mistõttu tuleks vaadelda antud kapitali struktuuri teoreetilisi käsitusi teineteist täiendavatena (Financing decision... 2005).

Graham ja Harvey (2001) küsitlesid 392 USA ettevõtte finantsjuhti ja uurisid kapitali hinna, kapitali eelarvestamise ja kapitali struktuuri kohta. Selgus, et uute investeeringute teostamisel arvestatakse pigem terve ettevõtte riskitaset, mitte konkreetse teostatava projekti riskitaset. Muuhulgas märkisid finantsjuhid, et maksukilbi tekke arvestamine on oluline kriteerium kapitali struktuuri kujundamisel. Finantsraskustesse sattumise ohtust tulenevaid potentsiaalseid kulusid võõrkapitali kasutamise puhul uuringutulemuste põhjal kuigi oluliseks ei peetud, aga sellest hoolimata peeti oluliseks ettevõtte krediitdireitingut, mis on potentsiaalsete finantsraskuste indikaatoriks. Muuhulgas arvestavad finantsjuhid võõrkapitali kaasamisel ettevõtte tulude volatiilsust, mis samuti kinnitab staatilise kompromissiteooria poolt arvestatavat aspekti, et firmad vähendavad võlakordaja taset kõrge pankrotti sattumise võimaluse puhul. Lisaks selgus uuringus, et suured ettevõtted kasutavad optimaalse võlakordaja taseme leidmise meetodit kapitali struktuuri kujundamisel suuremal määral kui väikeettevõtted. Eriti leidis aset optimaalse kapitali struktuuri leidmise tähtsustamine noorte ja vähe aega ametis olnud ettevõtte juhatuse esimeestega firmades. Ühtlasi kasutavad suure finantsvõimendusega ettevõtted optimaalse kapitali struktuuri saavutamiseks välise omakapitali kaasamist, mis kinnitab finantshierarhia teooria relevantsust (vt lisa 1). Grahami ja Harvey väitel on informatsiooni asümmeetria tase madalam suurtes dividende maksvates firmades.

Brounen, de Jong ja Koedijk (2004) kordasid sarnast uurimust nagu Grahami ja Harvey, kuid Euroopa ettevõtetes. Uurimus leidis aset Suurbritannia, Hollandi, Saksamaa ja Prantsusmaa firmades. Staatilise kompromissiteooria rakendamine ettevõtete rahastamisel on ka nendes riikides firmade poolt mõõdukalt kasutatav, enamasti suurte, kõrge finantsvõimendusega ja dividende maksvate ettevõtete poolt. Ühtlasi tegid uurimuse autorid järelduse, et finantshierarhia teooria on leiab küll empiirilises

uurimuses kinnitust, aga finantseerimisallikate valik ei sõltu informatsiooni asümmeetriast. Ettevõtted omavad küll kindlat finantseerimisallikate eelistusjärjekorda, kuid erinevaid finantseerimisvahendeid kasutatakse pigem paindlikuma kapitali struktuuri saavutamise eesmärgil.

Dudley (2012) leidis tõestust asjaolule, et ettevõtted liiguvad investeerimisprojekte teostades optimaalse võlakordaja taseme suunas. DeAngelo (2011) leidis seevastu, et firmad liiguvad ajutiselt optimaalsest võlakordaja tasemest eemale, kui nad investeerimisprojekte teostavad. Lemmon, Roberts ja Zender (2008) väidavad empiirilise testimise põhjal, et madala võlakordaja tasemega ettevõtted omavad pikaajaliselt madalat võlakordajat ja kõrge võlakordajaga ettevõtted pikaajaliselt kõrget võlakordaja määra. Muuhulgas varieerub võlakordaja tase suurel määral samas tegevusvaldkonnas tegutsevate ja sarnaste staatilise kompromissiteooria poolt oluliseks peetavate kriteeriumite omadustega ettevõtete vahel (Back to the Beginning... 2008).

Naeem (2012) uuris enda doktoritöös 874 Suurbritannia ettevõtte kapitali struktuuri sõltuvalt krediitireitingust ajavahemikus 1988-2009. Tulemused näitavad, et kõrgema krediitireitinguga firmadel on parem ligipääs võlakirjaturgudele, mis ühtlasi soodustab parema krediitireitinguga ettevõteteid finantseerima võõrkapitali abil. Samuti on kõrgema krediitireitinguga ettevõtetel kõrgem võlakordaja, sest ettevõtte saab kasutada võõrkapitali madala intressimääraga. Muuhulgas viitab kõrge krediitireiting asjaolule, et firmal on väiksem tõenäosus pankrotistuda kui madalama krediitireitinguga firmal - see omakorda viitab staatilisele kompromissiteooriale (vt lisa 1). Kui ettevõttel reitingut langetatakse, vähendab ettevõtte ka enda võlakordajat. Doktoritöö empiirilistest tulemustest nähtus, et madalama krediitireitinguga firmad on ettevõtte finantseerimisel aktiivsemalt börsil aktsiaid emiteerimas, kui võõrkapitali kasutamas. Kõrgema krediitireitinguga firmad jällegi eelistasid võõrkapitali kasutamist välisele omakapitalile, mis omakorda annab kinnitust finantshierarhia teooria relevantsusele.

Staatiline kompromissiteooria ja finantshierarhia teooria näivad omavahel konkureerivat, kusjuures mõlemad teooriad on oma olemuselt relevantset. Finantshierarhia teooria näib toimivat paremini suuremate, küpsusfaasis tegutsevate ja võlakirjaturule ligipääsu omavate firmade finantseerimise kirjeldamisel. Nad eelistavad ettevõttesiseseid finantseerimisallikaid, kuid pöörduvad investeringute rahastamiseks

võõrkapitali turule. Välise omakapitali kaasamist kasutatakse suuremate küpsusfaasis tegutsevate ettevõtete finantseerimiseks harva. Väiksemad, nooremad ja kasvufaasis ettevõtted kasutavad pigem välise omakapitali finantseerimise meetodit (Vernimmen *et al.* 2014: 463).

Ärerahanduse arengu vältel tehtud empiirilised uurimused ei toeta ühte kindlat ja ainuõiget teooriat ettevõtte kapitali struktuuri kujundamisel. Samas ei leia kapitali struktuuri irrelevantse teooria empiirilises käsitluses rakendust, sest ideaalseid kapitalituru tingimusi ei eksisteeri, muuhulgas on võimalik ettevõtetel pankrotti minna. Ühtlasi ei teki ettevõtetel maksukilbi efekti riikides, kus puudub ettevõtte tulumaks. Kapitali struktuuri staatilise kompromissiteooria põhitähelepanu seisab ettevõtte optimaalse kapitali struktuuri leidmisel ja firma väärtuse maksimeerimisel. Lisaks arvestab staatiline kompromissiteooria ettevõtte finantsraskustesse sattumisega seotud kulusid (pankrotikulusid) ja agentuurikonflikti. Finantshierarhia teooria lähtub ettevõtte informatsiooni asümmeetria minimeerimisest ning arvestab ka agentuurikonflikti aspekti. Ettevõtte empiirilisel analüüsimisel tuleks kasutada nii staatilise kompromissiteooria ja finantshierarhia teooria komponente. Süsteemse ülevaate erinevate kapitali struktuuri teoreetiliste käsitluste kohta annab lisas 1 asuv tabel.

1.2. Dividendipoliitika teoreetiline käsitlus

Firmad saavad oma vabasid rahavoogusid kasutada võlgade põhiosade ja intresside tagasimakseteks võlausaldajatele, dividendide väljamakseteks omanikele ja aktsiate tagasiostmiseks omanikelt kui ka investeerimisprojektide teostamiseks ettevõtte kasvuks. Investorid saavad tulu kas ettevõtte poolt neile tehtavate rahadividendide väljamaksetena või oma osalust selle soetusmaksumusest kõrgema hinnaga võõrandades. Dividend on väljamakse, mida tehakse juriidilise isiku pädeva organi otsuse alusel puhaskasumist või eelmiste majandusaastate jaotamata kasumist ning mille aluseks on dividendi saaja osalus juriidilises isikus (Tulumaksuseadus 1999). Dividendid on väljamaksed ettevõtte omakapitalist ning tulu investoritele kapitali kasutamise eest samamoodi nagu intressid on tulu võlausaldajatele võõrkapitali kasutamise eest.

Dividendipoliitika (*dividend policy*) kujutab endast ettevõttes langetatavaid põhjendatud ja süstemaatilisi otsuseid, mis määravad ära kas, kuidas ning kui suures mahus teostab ettevõtte väljamakseid oma aktsionäridele. Väljamaksed ei pea toimuma ilmtingimata rahadividendide vormis. Ettevõtte võib dividendide maksmise asemel teostada aktsionäridele väljamakseid läbi aktsiakapitali vähendamise või omaaktsiate tagasiostu. Sellest tulenevalt tuleks rääkida mitte niivõrd ettevõtete dividendipoliitikast (*dividend policy*) kui niivõrd väljamaksepoliitikast (*payout policy*). Käesolevas töös kasutatakse termineid väljamaksepoliitika ja dividendipoliitika sünonüümidenä (Sander 2008).

Erinevates riikides on ettevõtte dividendidega seoses kehtestatud erinev seadusandlus. Näiteks Brasiilias ja Tšiilis on ettevõtetel kohustus ettevõtte teenitud tuludest maksta aktsionäridele minimaalne portsjon dividende. USA ettevõtted maksavad tavaliselt regulaarset rahadividendi, kuid vahetevahel on regulaarsed dividendid asendatud ka ühekordse ekstra-dividendimaksena (*extra dividend*). Ettevõtte jaoks ei tähenda dividendipoliitika teostamine alati ettevõttest väljaminevaid rahavoogusid. Ettevõttel on võimalik teostada aktsiate splittimist (*stock split*) kui ka aktsiates dividendide (*stock dividend*) maksmist. Mõlemad variandid ei avalda mõju ettevõtte varadele, kasumile ega ettevõtte väärtusele. Küll aga vähendavad aktsi dividendid ja aktsiate splittimine ettevõtte lihtaktsia väärtust. Ettevõtted saavad investoritele raha tagastada rahadividendidenä kui ka aktsiate tagasiostmise viisil. Aktsiate tagasiostmise puhul võib ettevõtte aktsiad tagasi osta börsilt turuhinnaga või investoritele eripakkumiste tegemise teel, makstes aktsiate tagasiostmisel aktsiate turuhinnast kõrgemat hinda. Ühe aktsiate tagasiostmise variandina võib ettevõtte küsida aktsionäridelt, kui palju ja millise hinnaga soovitakse aktsiaid tagasi osta. Esitatud informatsiooni põhjal arvutab ettevõtte madalaima aktsia hinna, mille alusel on võimalik soovitud hulk aktsiaid tagasi osta (Brealey, Myers, Allen 2011: 393).

Dividendide väljamaksete puhul saab dividendipoliitika mõõtühikutenä kasutada (Vernimmen *et al.* 2014: 677):

- dividendide väljamaksetaset (*dividend payout ratio*) – protsent kasumist, mis makstakse dividendiks (dividendid/maksudejärgne puhaskasum);
- dividenditootlust (*dividend yield*) – investori poolt üksnes dividendi kaudu saadud tootlus aktsialt (dividendid/aktsia hind).

Ettevõtete dividendipoliitika (*dividend policy*) on ökonomistidele läbi aegade palju diskussiooni pakkunud. Finantsisti Fisher Black (1976) kirjeldusel on dividendipoliitika nagu *puzzle*, mille tervikpildi kokkupanemine vajab mõistatamist. Dividendipoliitikale ühtset õiget lähenemist ei ole, sest ettevõtte dividendipoliitika kujunemisel võib lähtuda väga paljudest erinevatest faktoritest. Ühtlasi jagunevad dividendipoliitika teooriad kahte suuremasse gruppi, mis erinevalt väidavad:

- dividendipoliitika on irrelevantne;
- dividendipoliitika on relevantne.

Irrelevantsus tähendab seisukohta, et dividendipoliitika ei mõjuta ettevõtte väärtust. Relevantsuse teooriad väidavad vastupidiselt, et dividendipoliitika mõjutab ettevõtte väärtust (vt lisa 2).

John Lintner (1956) pani aluse dividendipoliitika modernsele mõistmisele. Lintner küsis 28 ettevõtte juhti ja jõudis seega alljärgnevatele järeldustele:

- firma juhtidel on määratud kindel dividendide väljamaksekordaja, mis baseerub vastavalt ettevõtte pikaajalise perioodi jätkusuutlikul sissetulekul;
- firma juhid on keskendunud pigem dividendide protsentuaalsetele muutustele (suurenemine/vähenedmine), mitte dividendide absoluutväärtusele;
- firma juhid on dividendide suurendamise osas vastumeelsed, juhul kui tõenäoliselt tuleks dividende lähiajal vähendada.

Lintneri teooria näitab, et ettevõtte juhid tahavad olla kindlad teostavate projektide kasumlikkuse realiseerumise tõenäosuses. Seega baseerub ettevõtte dividendide väljamaksekordaja ettevõtte eelneva pikaajalise tegutsemisperioodi rahavoogudel. Firma juhid ei muuda dividendipoliitikat enne, kui näevad ettevõtte uute projektide (sissetulekute) jätkusuutlikkust. Lintner kirjeldas, et 20. sajandi keskpaigas oli dividendipoliitika tähtsamaid aspekte õige dividendide väljamaksekordaja valimine. Tänapäeval on suurenenud ettevõtete hulk, kes kulutavad teenitud raha aktsiate tagasiostmisele (Payout Policy... 2005). Muuhulgas on näha tänapäeva ühiskonnas dividende maksvate firmade arvu vähenemist (Disappearing dividends... 2001). Seega on ettevõtete dividendipoliitika ajas muutunud.

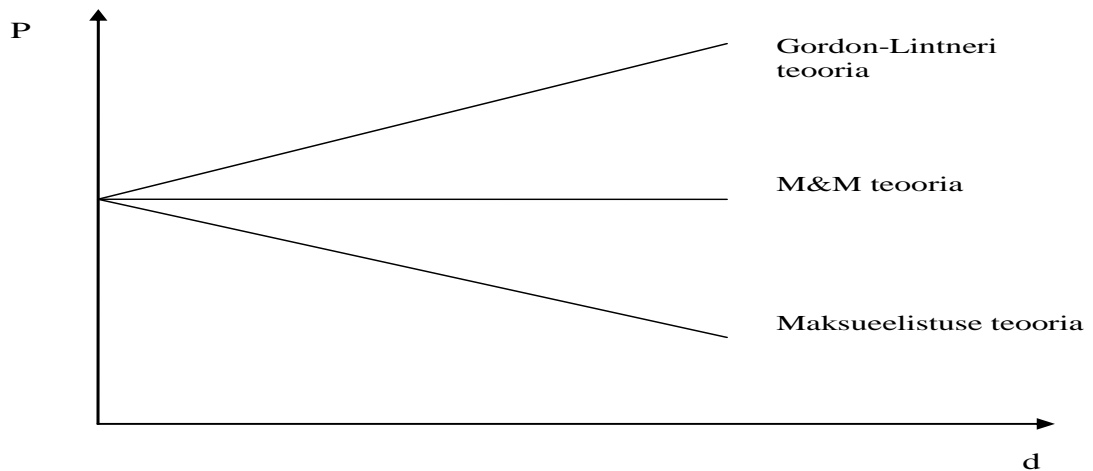
Miller ja Modigliani – kapitali struktuuri irrelevanttsuse teooria loojad, tulid 1961. aastal välja dividendipoliitika irrelevanttsuse teooriaga (*dividend irrelevance theory*), väites, et firma väärtust ei mõjuta ettevõtte dividendipoliitika. Dividendipoliitika irrelevanttsuse teooria kohaselt sõltub firma väärtus üksnes ettevõtte investeerimispoliitikast, st projektide valikust ja projektide tulususest. Teooria kohaselt on võimalik dividendipoliitikaga sama efekt saavutada aktsiaid ostes ja müües, teenides tulu aktsia hinna kasvamise pealt. Milleri ja Modigliani teoreetilise mudeli eeldusteks on, et ettevõtete dividendipoliitika toimub täiuslikes turutingimustes ning puuduvad transaktsioonikulud ja maksud. Irrelevanttsuse teooria kaheks peamiseks eelduseks on (Dividend Policy... 1961):

- ettevõtte juhid on huvitatud ettevõtte omanike rikkuse maksimeerimisest (puuduvad agentuurikulud);
- ettevõtte juhid jagavad turuosalistele täielikult ettevõtte sisest informatsiooni (puudub informatsiooni asümmeetria).

Gordon (1959) ja Lintner (1962) tulid Milleri ja Modigliani irrelevanttsuse teooriale vastu „varblane peos“ teooriaga (*bird in the hand theory*), mis väidab, et investorid eelistavad dividendi väljamakset võimalikule tulevikus aset leidvale ettevõtte aktsia hinna tõusule (kapitali kasvule). Antud teooria kohaselt maksavad dividendiaktsiad börsil kõrgemat turuhinda kui kasvuaktsiad.

Dividendipoliitikat mõjutab riiklik maksusüsteem, sest mõnedes riikides on dividendide väljamaksed maksustatud kõrgema maksumääraga kui tulu kursimuutusest (*capital gain*). Riikides, kus selline nähtus esineb, eelistavad investorid ettevõtteid, mis maksavad vähe dividende ja reinvesteervad kasumi tulusatesse projektidesse. Juhul kui ettevõttel on väljavaated kasvuvõimalusteks väikesed, tuleks ettevõttel eelnevalt teenitud rahast aktsiad investoritelt tagasi osta. Seega võib valitsuse regulatsioon tulude maksustamisel takistada dividendide maksmist ja soodustada aktsiate tagasiostu dividendide maksmise asemel. Maksueelistuse teooria (*tax-preference theory*) kohaselt vähendab dividendide maksmine ettevõtte väärtust (Taxes and Dividend Policy... 2008).

Kokkuvõtvalt on kirjeldatud dividenditeooriad võimalik esitada joonisel (vt joonis 1.2).



Joonis 1.2. Dividendipoliitike mõju aktsia väärtusele (Brigham, Daves 2013: 587).

Dividenditeooriate kohaselt toetab dividendide suuremat väljamaksmist Gordon-Lintneri teooria ja suurt väljamaksmist ei poolda maksueelistuse teooria. Miller-Modigliani irrelevantsuse teooria kohaselt ei sõltu ettevõtte väärtus (aktsia hind) ettevõtte dividendipoliitikast, sh dividendide väljamaksekordajast.

Kui Miller ja Modigliani kirjeldasid 1961. aastal dividendipoliitikat täiuslike kapitaliturgude tingimustes (vt lisa 2), siis reaalsuses ei ole investoritel täielikku ettevõttesisest infot. Firma juhid omavad kindlasti rohkem ettevõtte prognoositavate rahavoogude kohta informatsiooni kui investorid. Seega on ettevõtte dividendietsused kapitalituru osalistele signaaliks, mida saab arvestada kui ettevõtte väljavaadete tõlgendamisel. Ettevõtte juhid ei oma initsiatiivi turgusid ilmtingimata teavitada, aga dividendietsused kannavad informatsiooni edasi turuosalistele. Investoritel tekib dividendietsuste põhjal taju ettevõtte prognoositavatest tuludest ning langetavad informatsiooni põhjal investeerimisotsuseid. Sellist dividendipoliitika lähenemist on viljelenud Bhattacharya (1979), Miller ja Rock (1985), John ja Williams (1985), Allen *et al.* (2000).

Black ja Scholes (1974) väidavad, et ettevõtted ei maksa dividende, kui nad pole kindlad, et just seda investorid soovivad. Samuti tundub loogiline, et kui ainuüksi

dividendipoliitikast sõltuks ettevõtte väärtus, kasutaksid ettevõtteid koheselt dividendipoliitikat ettevõtte väärtuse tõstmiseks. Paraku ei ole nii, et ettevõtte aktsia hind tõuseb lihtsalt dividendide vähendamisest või suurendamisest. Investorid on loomult erinevad: mõned investorid on nõus rohkem maksma kasvuaktsiate eest, mõned jällegi dividendiaktsiate eest. Kui dividendide pealt tuleb tavaliselt tasuda maksusid, siis pensionifondide puhul kehtivad maksusoodustused. Dividendiaktsiatesse investeerivad pensionifondid, mille fondijuhid monitoorivad ettevõtete juhatusi. Hästi juhitud firmad tahavad anda turule signaali enda väärtuse kohta. Makstes suurtes kogustes dividende, ostavad nende ettevõtete aktsiaid kokku pensionifondid. See omakorda julgustab tavainvestorit antud firma dividendiaktsiat ostma, kuna ettevõtte on eelnevalt professionaalselt monitooritud finantsinstitutsiooni (panga) poolt (A Theory of Dividends Based on Tax... 2000).

La Porta, Lopez-de-Silanes ja Shleifer (1999) täheldasid empiirilist asjaolu, et dividendipoliitika varieerub anglo-ameerika õigussüsteemiga ja kontinentaalõigusega regioonide vahel. Anglo-ameerika õigussüsteemis on investorite õigused paremini kaitstud ning ka ettevõtete dividendimaksed suuremad kui kontinentaalõigusega riikide ettevõtetel. Ühtlasi on kasvufaasis olevatel ettevõtetel väiksemad dividendide väljamaksed kui küpsusfaasis olevatel ettevõtetel just anglo-ameerika õigussüsteemis. See viitab asjaolule, et suurema investorite kaitsega õigusruumis kasutavad investorid enda õigusi paremini dividendide väljamaksmisel, eriti kui firmadel on madalad kasvuvõimalused.

Samuti saab rääkida dividendipoliitika puhul agentuurikuludest. Jensen (1986) ei uurinud küll oma töös dividendipoliitikat, aga empiirilistes uuringutes kasutatakse teinekord Jenseni artiklit, testides hüpoteese ettevõtte vabade rahavoogude mõjust dividendipoliitikale. Väidetavalt on suurte rahavoogudega firmadel tendents investeerida madala tulususega projektidesse. Võla kasutamine vähendab aga ettevõtte vabasid rahavoogusid. Sama efekt tekib omanikele dividendide väljamaksmise puhul, vähendades ettevõtte juhtide kontrolli ettevõtte vabade rahavoogude üle. Seega aitab dividendipoliitika vähendada võimalikku agentuurikonflikti juhul kui ettevõtte juhtidel ja omanikel on erinevad eesmärgid. Kui ettevõtte vabad rahavood maksta välja omanikele, peavad ettevõtte juhid pöörduma projektide finantseerimiseks

kapitaliturgude poole. Ühtlasi distsiplineerib kapitaliturgudelt raha kaasamine ettevõtte juhte firmat raha kasutamisel ja juhtimisotsuste langetamisel.

Easterbook (1984) on samal seisukohal kui Jensen, et dividendipoliitikat on võimalik kasutada agentuurikulude vähendamiseks. Kui juhtidel on väiksem kontroll ettevõtte vabadele rahavoogudele, väheneb juhatuse tendents investeerida negatiivse NPV-ga (nüüdispuhasväärtusega) projektidesse. Seega on mõttekas juhatuse distsiplineerimise eesmärgil suunata ettevõttele mittevajalik raha dividendide väljamakseteks. Ühtlasi kahandab ettevõtte vaba raha hulga vähendamine vajadust juhatuse tegevust monitoorida. DeAngelo *et al.* (1990) kirjeldavad võlausaldajate soovina, et ettevõtte jätaks võimalikult palju vaba raha ettevõttesse, mis aitaks finantsraskuste korral võetud laenu teenindada. Empiiriliste tõestuste järgi on finantsraskustes ettevõtted vastumeelsed dividendide väljamaksmise osas. Et ennast kaitsta, kirjutavad võlausaldajad laenulepingutesse vetosid, mis lubavad ettevõttel dividende maksta ainult teatud käibe, rahavoogude ja käibekapitali taseme olemasolul. Muuhulgas leidsid DeAngelo *et al.* (2002), et suuri vabasid rahavoogusid genereerivad firmad (rahalehmad) kogevad sagedamini agentuurikonflikti kui väikefirmad ning maksavad ka sagedamini omanikele rahadividende. Samuti üritavad rahalehmad hoida kindlat dividendide väljamakse taset ning katsuvad seda taset ajas kasvatada. Suurte vabade rahavoogudega firmad ei tee dividendipoliitikas muutusi, mida on tarvis tulevikus vastupidises suunas uuesti muuta.

Jääkdividendipoliitika (*residual dividend policy*) järgi langetab firma esmalt investeerimis- ja finantseerimisotsuse ning siis maksab dividendideks välja raha, mis jääb üle. Samuti peaksid väljamaksed muutuma ettevõtte elutsükli käigus, millest lähtub elutsükli teooria (*life cycle theory*). Noored kasvufaasis ettevõtted omavad tavaliselt palju kasumlikke investeerimisvõimalusi, mistõttu tuleks ettevõtte kogu operatiivne puhas rahavoog reinvesteerida ettevõtlustegevusse (vt lisa 2). Suurte investeerimisprogrammide olemasolul on tarvis ettevõtte rahastamiseks kaasata võõrkapitali või välist omakapitali, kuid teenitud kasumi reinvesteering aitab hoida kokku uute väärtpaberite emiteerimisel tekkivaid transaktsioonikuluseid ning vähendada maksukohustusi dividendide tulumaksu pealt. Seetõttu on mõistlik kasvufaasis ettevõtte dividendide väljamaksed tulevikku lükata. Investorid ei muretse, et juhatas investeerib

suure alternatiivkuluga vähetulusatesse projektidesse, sest investeerimisvõimalused on head ning eeldused ettevõtte kasvuks suured. Kui firma hakkab jõudma küpsusfaasi, hakkavad investorid muretsema, et juhatus investeerib vähetulusatesse projektidesse või kulutab liialt ettevõtte raha mitte vajaminevatele asjadele. Investorid hakkavad juhatust survestama ettevõtte vaba rahavoogu investoritele välja maksma. Raha väljamaksmine võib toimuda aktsiate tagasiosmise kui rahadividendide meetodil, aga rahadividendi väljamaksmine annab investoritele tugevama ja julgustavama signaali ettevõtte distsiplineeritud juhtimisest. Regulaarsed dividendide väljamaksed on teatud tüüpi investorite poolt eelistatud, näiteks rantjeed, kes elatuvad dividendidest. Kui ettevõtte on jõudnud küpsusfaasi, ootavad investorid järjest rohkem ettevõtte dividendimakseid. Dividende võidakse maksta siis kõrgema väljamaksekindaja alusel või suuremates mahtudes aktsiate tagasiosmise näol. Teinekord võib investoritele raha tagastamine tuleneda ka firma müümisest või ülevõtmisest uute omanike poolt (Corporate Payout Policy... 2008).

Dividendipoliitika on ettevõtetele oluline alljärgnevatel põhjustel (Ionas *et al.* 2009):

- Dividendipoliitika mõjutab investorite suhtumist ettevõttesse. Aktsionärid suhtuvad dividendide vähendamisse negatiivselt, sest seda seostatakse finantsraskustega. Dividendipoliitika kehtestamisega tuleb arvestada aktsionäride soovidega, vastasel korral müüvad aktsionärid aktsiad maha, mis omakorda toob kaasa aktsia hinna languse.
- Dividendipoliitika mõjutab ettevõtte finantseerimise programmi ja kapitali eelarvestamist. Dividendide maksmisel võib ettevõtte investeerimisprojektide elluviimiseks tarvis minna võõrfinantseeringu abi.
- Dividendipoliitika mõjutab ettevõtte rahavoogusid. Madala likviidsusega firma võib olla sunnitud dividende vähendama.
- Dividendimaksed vähendavad omakapitali. Omakapitali vähenemine tõstab ettevõtte võlakordaja taset, mis võib suurendada finantsraskustesse sattumise tõenäosust ja omakorda põhjustada ettevõtte väärtuse langust.

Dividendipoliitika eesmärgiks on ettevõtte omanike rikkuse maksimeerimine, mis sõltub nii dividendide väljamaksetest (*dividend payouts*) kui ka ettevõtte kapitali kasvust (*capital gains*). Juhul kui ettevõtte rahavood ja investeerimisvajadused on

volatiilsed, peaks ettevõtte suurtest regulaarsetest dividendimaksetest hoiduma. Sel puhul on sobilikum kehtestada madalam regulaarne dividendide väljamaksekordaja. Dividendipoliitika on otseselt seotud ettevõtte kasvu- ja investeerimisvõimalustega. Kasvufaasis ettevõtted maksavad tavaliselt väikeses mahus dividende või reinvesteervad kasumi täies mahus investeerimisprojektidesse. Dividendide väljamaksete edasilükkamine on kasvuvõimalusega firmas aluseks ettevõtte kapitali kasvule. Ühtlasi vähendab teenitud kasumi reinvesteering ettevõttesse vajadust kaasata ettevõtte projektide teostamiseks võõrfinantseeringu abi (vt lisa 3). See omakorda tähendab ettevõttele madalamaid transaktsiooni- ja monitoorimiskulusid. Kui jääkdividendipoliitikat järgiv ettevõtte teostab kõigepeal vajalikud investeeringud ja alles investeerimisvõimaluste ammendudes maksab dividende, siis modifitseeritud jääkdividendipoliitikat järgiv ettevõtte juhib dividendivooge nende stabiilsuse saavutamise eesmärgil (Baker, Powell 2005: 425).

Dividendide väljamaksete stabiilsuse saavutamiseks võiks ettevõtte kasutada järgmisi etappe oma tegevuste planeerimises (*Ibid.* 2005: 425):

- hinnata rahavood, investeerimisvõimalused ja kapitali struktuur pikemaajalises perspektiivis, näiteks viie aasta jooksul;
- tuginedes prognoositavatele andmetele leida planeeritava perioodi dividendide keskmine väljamaksemäär.

Modifitseeritud jääkdividendipoliitikaga tagatakse aktsionäridele oluliselt stabiilsem dividendidena makstud rahavoog keskpikas perioodis võrrelduna modifitseerimata jääkdividendipoliitika.

Sander, Kariler ja Viikmaa (2013) on leidnud empiirilise uuringu põhjal, et Eesti ettevõtete dividendide väljamaksed ei ole korrelatsioonis teenitud kasumiga ning väga väike protsent Eesti ettevõtetest maksab dividende iga-aastaselt. Eesti ettevõtted järgivad jääkdividendi põhimõtet või lähtuvad omanike rahalistest vajadustest. Muuhulgas on Eesti ettevõtete dividendide väljamaksekordajad madalamad kui Euroopa ettevõtetel, mis on olulisel määral tingitud Eesti maksusüsteemist (Recent Trends in... 2013). Jaanus Kariler (2013) analüüsis enda magistritöös Eesti ettevõtete dividendipoliitikat ja leidis, et ettevõtte koguvarede hulk, koguvarede tootlikkus ja aruandeaasta kasum soodustab ettevõttes dividendide väljamaksmist. Lisaks on

oluliseks teguriks ettevõtte võlakordaja, mille suurenemine vähendab dividendimakseid. Samuti leidis kinnitust, et ettevõtte koguvarade kasvumäär ja omanikele väljamaksed on negatiivses seoses. Seda võib põhjendada ettevõtte elutsükli teooriaga - arengufaasis oleva ettevõtte väljamaksete tegemise võimalused on piiratud. Empiiriliste tulemuste alusel oli ettevõtte kõrge likviidsuse määra ja väljamaksete vahel nõrk seos.

Rahandusteooria kõrgeimast postulaadist lähtudes on ettevõtte eesmärk firma omanike rikkuse maksimeerimine, kuid investorid peavad veenduma, et ettevõtte juhatus antud kriteeriumist ka kinni peab. Agentuurikonflikti teooria kohaselt on juhatusel tendents investeerida ettevõtte raha suure alternatiivkuluga projektidesse. Seega tuleks investoritel monitoorida ettevõtte finantsseisundit kui ka investeerimisprojektide tulususi. Kõigepealt oleks vaja teada, kui palju on ettevõttel võimalik vaatlusalusel perioodil aktsionäridele dividendideks välja maksta. Eelnev sõltub sellest, kui palju ettevõtte rahavoost läheb võla teenindamiseks ja kui palju jääb ettevõtte rahavoost juhatuse käsutusse. Järgnevalt tuleks aktsionäridel otsustada, kui palju usaldatakse juhatust ettevõtte käsutusse jääva rahaga edasi toimetama. Seda saab hinnata ettevõtte projektide kvaliteedi alusel. Kui projektid on tulusad ($IRR > WACC$), siis oleks mõttekas lasta ettevõtte juhatusel vabad rahavood reinvesteerida ettevõtte uutesse projektidesse. Vastupidisel juhul tuleks ettevõtlustegevuseks mittevajaminev raha aktsionäridele välja maksta. Selleks on tarvis hinnata, kui suur peab olema ettevõtte sularahavaru. Aktsionäridele raha tagastamisel on tarvis teada, kas aktsionärid eelistavad dividende rahas või aktsiate tagasiostmist. Eelnevat hindamisprotsessi kirjeldab joonis 1.3.

FCFE (*Free Cash flow to Equity*) ehk puhas rahavoog omanikele on see rahavoog, mis jääb järele pärast teiste (mitte lihtaktsionäride, vaid valdavalt võlausaldajate ja eelisaktsionäride) nõuete rahuldamist ja pärast vajalikke investeeringuid ettevõtte varade säilitamiseks ja kasvu jätkamiseks (Corporate Finance... 2012: 135).

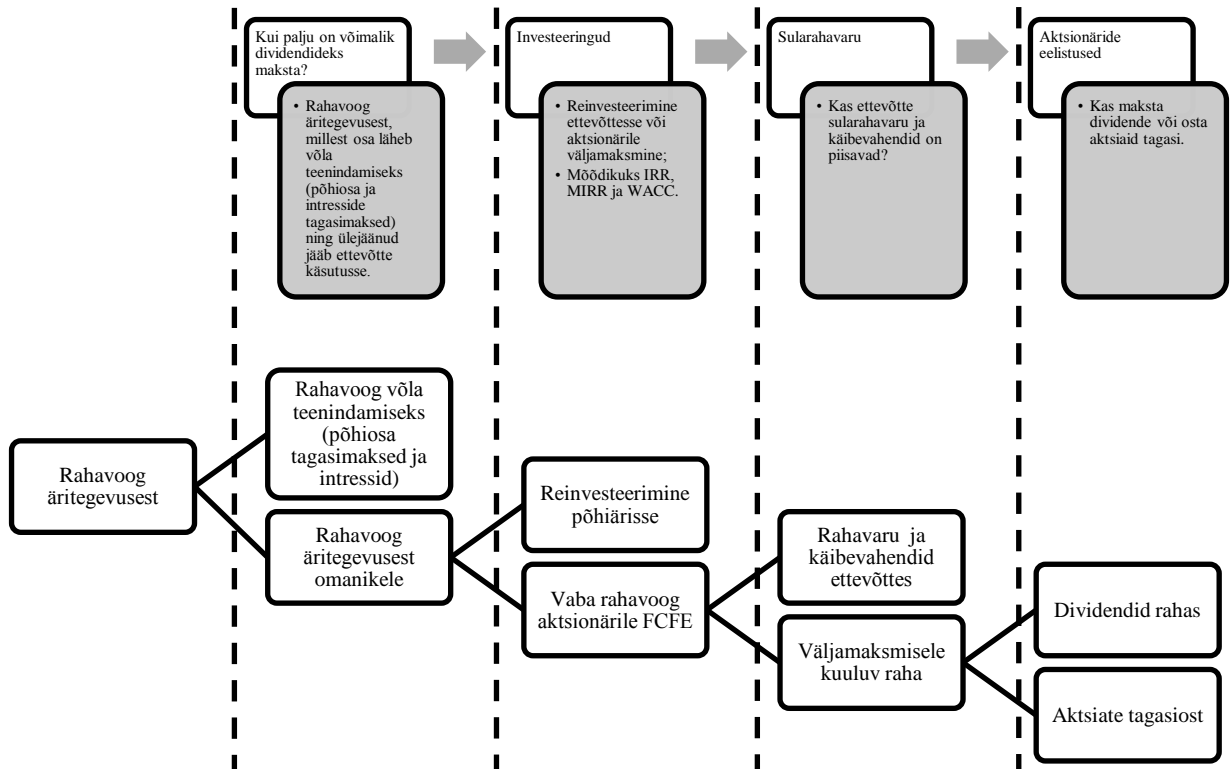
Ettevõtte puhas rahavoog omanikele leitakse alljärgneva valemi järgi (Damodaran 2015):

$$(1.4) \quad FCFE = NI + DEP - CapEx - dNOWC + NDI - DR,$$

kus NI – ettevõtte puhaskasum,

DEP – amortisatsioon,

CapEx – põhivara soetus,
dNOWC – muutus puhtas käibekapitalis,
 NDI – laenu võtmine,
 DR – laenu tagasimaksmine.



Joonis 1.3. Ettevõtte dividendipoliitika kujunemine lähtuvalt ettevõtte finantsseisundist ja rahavoogudest (Damodaran 2015).

Ettevõtte eesmärk on selle omanike rikkuse maksimeerimine. Dividendipoliitika teoreetilised käsitlused jagunevad kahte suuremasse gruppi. Irrelevantsuse teooria, mille kohaselt dividendipoliitika ei mõjuta ettevõtte väärtust ja teooriad, mille kohaselt dividendipoliitika mõjutab ettevõtte väärtust. Samuti mängivad ettevõtte väärtuse maksimeerimisel rolli ettevõtte investeerimispoliitika ja finantseerimispoliitika. Jääkdividenditeooria kohaselt tuleb teostada kõigepealt kõik võimalikud positiivse NPV-ga projektid ja pärast investeerimisotsuseid kasumist ülejäävast summast dividende maksta. Ühtlasi järgib jääkdividendipoliitika ettevõtte elutsükli. Kasvufaasis ettevõtted tavaliselt dividende ei maksa, sest kogu teenitud kasum reinvesteeritakse

ettevõtte kapitali kasvu. Vastasel juhul on tarvis investeerimisprojekte finantseerida täiendava väliskapitali abil. Investeeringute teostamisel on tarvis ettevõtetel säilitada ka optimaalne võlakordaja ja kapitali struktuur, mis maksimeerib ettevõtte väärtuse. Seega avaldab ettevõtte finantseerimisstrateegia mõju dividendipoliitikale. Empiiriliste uuringute kohaselt maksavad dividende enamasti kasumlikud küpsusfaasis ettevõtted. Tavaliselt on sellised ettevõtted kõrge krediidireitinguga ja omavad ka head ligipääsu kapitaliturgudele. Väärtpaberite emiteerimine tõstab küll informatsiooni asümmeetriat ja transaktsioonikuluseid, aga kõrge krediidireitinguga firmad saavad kasutada võõrkapitali madala intressimääraga. Dividendide väljamaksed distsiplineerivad juhatust ettevõtte rahaga optimaalselt ümber käima ja seega väheneb ka vajadus täiendavalt juhatuse tegevust monitoorida. Samas võib üleliigne dividendide väljamaksmine suurendada ettevõtte finantsraskustesse sattumise ohtu. Mõõdukas dividendide väljamaksmine küpsusfaasis ja kasumlikust firmast tundub jällegi mõistlik, sest sedasi vähenevad ettevõtte alternatiiv- ja monitoorimiskulud. Ettevõtte peaks kehtestama kindla dividendipoliitika, mis järgib ettevõtte investeerimisvõimalusi, projektide kasumlikkust, kapitali struktuuri ja finantseerimisvõimalusi. Dividendide maksmine enamasti aktsionäridele meeldib, sest see annab turule signaali ettevõtte väljavaadete kohta. Samuti vähendab dividendide maksmine informatsiooni asümmeetriat. Gordon-Lintneri teooria kohaselt tõstab dividendide maksmine ettevõtte väärtust, sest dividendina väljamakstud tulu on aktsionäride silmis väärtuslikum kui kapitali kasvult teenitud tulu. Samas jällegi vähendab dividendide maksmine ettevõtte väärtust maksueelistuse teooria kohaselt, sest dividendide maksmisega kaasneb ka tulumaksukohustus. Lõppkokkuvõttes on siiski dividendide maksmine ettevõtte poolt mõttekas juhul, kui see kattub ka aktsionäride sooviga. Muuhulgas on võimalik aktsionäridele raha tagastada valides ettevõtte aktsiakapitali vähendamise, aktsiate tagasiostmise ja rahadividendide maksmise meetodi vahel. Ettevõtte dividendipoliitikale ei saa kunagi läheneda vaid ühest vaatevinklist, seega on ettevõtte väärtuse maksimeerimisel vajalik teada süsteemseid komponente, mis aitavad konkreetse ettevõtte jaoks leida sobivaima lahenduse dividendipoliitika kujundamisel. Süsteemse ülevaate erinevate dividendipoliitika teoreetiliste käsitluste kohta annab lisas 2 asuv tabel.

Kokkuvõtliku ülevaate ettevõtte väärtuse süsteemsest juhtimisest, sh kapitali struktuuri ja dividendipoliitika süsteemsest käsitlusest annab lisas 3 asuv joonis.

1.3. Kapitali struktuuri ja dividendipoliitika finantsanalüüsi meetodite kogum

Ettevõtte finantseerimisstrateegia mõju dividendipoliitikale uurimiseks on tarvis teostada uuritava firma kohta finantsaruandluse analüüs, mis käsitleb ettevõtte kapitali struktuuri ja dividendipoliitika seotud finantsnäitajate analüüsimist. Finantsanalüüs tugineb ettevõtte raamatupidamise aruannetel. Käesolevas alapeatükis esitatakse kapitali struktuuri ja dividendipoliitika finantsanalüüsi meetodid, mida rakendatakse töö empiirilises osas reaalselt tegutseva firma analüüsimisel.

Kapitali struktuuri analüüsimiseks valitakse suhtarvud: võlakordaja, modifitseeritud võlakordaja ja kapitaliseerituse kordaja. Võlakordaja (*debt ratio*) näitab, kui suurt osa ettevõtte varadest finantseeritakse laenatud vahenditega. Võlakordaja suurenedes kasvab ettevõtte finantsrisk. Empiiriliste uurimustulemuste kohaselt võlakordaja kasvades dividendide väljamaksed vähenevad. Arvutuskäik on järgmine (Kõomägi 2006: 125):

$$(1.5) \quad DR = \frac{D}{A},$$

kus DR – võlakordaja,
 D – koguvõlgnevus,
 A – varad.

Võlakordaja valem võtab arvesse nii lühi- kui ka pikaajalisi kohustusi, kuid kapitali struktuuri analüüsimisel uuritakse eelkõige võõrkapitali intressikandvat osa ja omakapitali, mistõttu on töö autor võlakordaja valemit modifitseerinud. Modifitseeritud võlakordaja leitakse alljärgnevalt:

$$(1.6) \quad DR^* = \frac{D^*}{A},$$

kus DR^* – modifitseeritud võlakordaja,
 D^* – intressikandev võõrkapital,
 A – varad.

Kapitaliseerituse kordaja (*capitalization ratio*) iseloomustab pikaajaliste kohustuste osatähtsust ettevõtte püsivates finantseerimisallikates, ehk käsitleb kapitali struktuuri

kõige kitsamas tähenduses. Pikaajalise maksevõime seisukohalt avaldavad lühiajalised kohustused vähem mõju kui pikaajalised kohustused. Kordaja arvutuskäik on järgmine (Kõomägi 2006: 126):

$$(1.7) \quad CAPR = \frac{LD}{LD + E},$$

kus CAPR – kapitaliseerituse kordaja,
LD – pikaajalised võlakohustused,
E – omakapital.

Maksevõime analüüs on väga tihedalt seotud kapitali struktuuri analüüsiga. Maksevõime suhtarvude analüüs näitab ettevõtte võimet õigeaegselt teenindada oma võlgnevusi eelkõige pikaajaliste kreditoride ees. Üheks laialt kasutatavaks maksevõime indikaatoriks on intresside kattekordaja (*times interest earned*), mis mõõdab ettevõtte võimet maksta ärikasumi arvelt intressikulud. Kui kordaja on liiga madal, ei saa ettevõtte võlakohustuste osakaalu kapitali struktuuris suurendada. Arvutuskäik on järgmine (Kõomägi 2006: 124):

$$(1.8) \quad TIE = \frac{EBIT}{I},$$

kus TIE – intresside kattekordaja,
EBIT – ärikasum,
I – intressikulud.

Analüütikud, pankurid ja krediidireitinguagentuurid kasutavad sagedasti ettevõtte maksevõime hindamiseks ettevõtte netovõla ja amortisatsioonieelse ärikasumi (*EBITDA - earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) jagatise suhtarvu. Netovõlg/EBITDA näitab, mitu aastat kulub ettevõttel konstantse netovõla ja EBITDA väärtuse korral netovõlakohustuste tagasimaksmiseks. Liiga kõrge näitaja korral ei saa ettevõtte võlakohustuste osakaalu kapitali struktuuris suurendada. Arvutuskäik on järgmine (Vernimmen *et al.* 2014: 205):

$$(1.9) \quad ND / EBITDA = \frac{ND}{EBITDA},$$

kus ND – netovõlg (intressikandev võõrkapital miinus raha ja raha ekvivalendid),

EBITDA – kulumieelne ärikasum (ärikasum + amortisatsioon).

Kuna ettevõtte finantseerimispoliitika ja dividendipoliitika osalevad ettevõtte väärtuse kujundamises, on vaja uurida, kuidas ja millisel määral mõjutavad ettevõtte finantseerimis- ja dividendietsused ettevõtte kasumi kujunemist. Rentaablus näitab kasumi suhet mingisse teise näitajasse (varad, omakapital). Rentaabluse ehk koondefektiivsuse analüüs näitab, millisel määral on strateegilised finantseerimisotsused mõjutanud ettevõtte kasumi kujunemist.

Varade rentaablus (return on assets) näitab ettevõtte varadesse tehtud investeeringute tasuvust. Antud suhtarvu abil saab teada, mitu rahaühikut kasumit on saadud igalt varadesse paigutatud rahaühikult. Varade rentaablus peaks ületama keskmise finantskulude intressimäära, vastasel juhul hakkab omakapitali rentaablus langema. Kui varade rentaablus ei ületa kaalutud keskmist kapitali hinda, siis lisandväärtust ei looda. Varade rentaabluse arvutuskäik on järgmine (Kõomägi 2006: 127):

$$(1.10) \quad ROA = \frac{NI}{A},$$

kus ROA – varade rentaablus,
NI – puhaskasum.

Tulutoovuse üldvõime (*basic earning power*) näitab varade tootlikkust enne maksude ja finantsvõimenduse mõju. Kui tulutoovuse üldvõime on hea, aga varade rentaablus halb, saab järeldada, et viga on finantseerimisotsustes, mitte ettevõtte põhitegevuses (äritegevuses). Tulutoovuse üldvõime arvutatakse järgnevalt (Kõomägi 2006: 127):

$$(1.11) \quad BEP = \frac{EBIT}{A},$$

kus BEP – tulutoovuse üldvõime.

Omakapitali rentaablus (*return on equity*) näitab aktsionäride (omanike) investeeringute tasuvust ja võimaldab otsustada ettevõtte juhtimise efektiivsuse üle. Omakapitali rentaablust on otstarbekas võrrelda omakapitali hinnaga ehk omanike tulunormiga. Kui see ületab nõutava tulunormi, luuakse omanikele lisandväärtust. Omakapitali rentaabluse arvutuskäik on järgmine (Kõomägi 2006: 129):

$$(1.12) \quad ROE = \frac{NI}{E},$$

kus ROE – omakapitali rentaablus.

Omakapitali rentaabluse ja varade rentaabluse vahelist seost läbi finantsvõimenduse kirjeldab alljärgnev valem:

$$(1.13) \quad ROE = ROA \cdot EM,$$

kus EM – omandikordisti.

Omandikordisti (*equity multiplier*) suhtarv näitab, mitu korda ületab vara omakapitali. Valem on järgmine (Kõomägi 2006: 126):

$$(1.14) \quad EM = \frac{A}{E}.$$

Majanduslik lisandväärtus (*EVA – economic value added*) on ettevõtte poolt loodud väärtus, millest on maha võetud kõik kulutused, sh kapitaliomanike (võlausaldajad ja omanikud) ettevõttesse investeeritud kapitalilt oodatav tulunorm rahas. Majandusliku lisandväärtuse arvutuskäik võtab arvesse ettevõttesse investeeritud kapitali hinda ning arvestab kapitaliomanikele loodud lisandväärtust rahas (Brealey *et al.* 2011: 709). EVA>0 väärtuse korral on kapitaliomanike rikkust kasvatatud, juhul kui EVA<0, on kapitaliomanike rikkust hävitatud (Brigham, Daves 2013: 1009). Majandusliku lisandväärtuse arvutuskäik on järgmine (Brealey *et al.* 2011: 300):

$$(1.15) \quad EVA_t = NOPAT_t - (IC_{t-1} \cdot WACC_t),$$

kus EVA_t – majanduslik lisandväärtus perioodil t,
WACC_t – kaalutud keskmine kapitali hind perioodil t,
IC_{t-1} – ettevõttesse investeeritud kapital perioodil t-1,
NOPAT_t – maksudejärgne ärikasum perioodil t.

Maksudejärgne ärikasum leitakse järgnevalt (Brealey *et al.* 2011: 711):

$$(1.16) \quad NOPAT = EBIT - T,$$

kus T – tulumaks.

Omakapitali analüüsi suhtarve kasutatakse dividendipoliitika analüüsimisel, sest dividendide väljamaksed toimuvad omakapitali kirjete arvelt. Üldjuhul korreleeruvad dividendimaksed kasumiga aktsia kohta (*earnings per share*) (Brigham 2013: 162):

$$(1.17) \quad EPS = \frac{NI}{CS},$$

kus EPS – kasum aktsia kohta,
CS – aktsiate arv.

Dividendid aktsia kohta (*dividend per share*) on suhtarv, mis näitab väljamakstud dividendide summat ühe lihtaktsia kohta (Kõomägi 2006: 132):

$$(1.18) \quad DPS = \frac{DIV}{CS},$$

kus DPS – dividendid aktsia kohta,
CS – aktsiate arv.

Dividendide väljamaksekindaja (*dividend payout ratio*) näitab, kui palju on dividende makstud ühe lihtaktsia kohta. Kuna ettevõtte maksavad dividende üldjuhul eelmise aasta tulemuste alusel, tuleb dividendide väljamaksekindaja valemis võtta puhaskasumiks eelmise aasta näitaja. Arvutuskäik on järgmine (Kõomägi 2006: 132):

$$(1.19) \quad d = \frac{DPS_t}{EPS_{t-1}} = \frac{DIV_t}{NI_{t-1}},$$

kus d – dividendide väljamaksekindaja.

Kapitali struktuuri ja dividendipoliitika erinevate teoreetiliste käsitluste põhifookus asub asjaolul, kuidas finantsstrateegilised otsused avaldavad mõju ettevõtte väärtusele ning finantseerimis- ja dividendipoliitilisi otsuseid tuleb ettevõtte väärtuse juhtimisel käsitleda süsteemselt. Samas ainuõige ratsionaalne lähenemine sellele puudub. Kapitali struktuuri ja dividendipoliitika teoreetiliste käsitluste sünteesi tulemusel on autor finantsanalüüsi meetodite kogumisse valinud just ülaltoodud suhtarvud, mis aitavad selgitada välja, kuidas ja millisel määral mõjutavad riigile kuuluva ettevõtte finantseerimisstrateegiast tulenevad muutused kapitali struktuuris ettevõtte finantsseisundit ja dividendipoliitilisi otsuseid.

2. AKTSIASELTS EESTI ENERGIA KAPITALI STRUKTUUR JA DIVIDENDIPOLIITIKA

2.1. Aktsiaselts Eesti Energia lühitutvustus

Aktsiaselts Eesti Energia on rahvusvaheline põlevkivienergia ettevõtte, mis toodab põlevkivist vedelkütuseid ning elektri- ja soojusenergiat. Eesti Energia 100% aktsiate omanik on Eesti Vabariik. Valitsuse otsusega on alates 2013. aasta märtsist Eesti Energia valitseja Rahandusministeerium, mida esindab aktsionäride üldkoosolekul rahandusminister.

Eesti Energia kõrgeim juhtimisorgan on aktsionäride üldkoosolek, kes otsustab uute ettevõtete asutamise ja omandamise, olemasolevate ettevõtete likvideerimise, nõukogu liikmete ametisse määramise ja tagasikutsumise, olulised investeeringud, audiitori määramise ja majandusaasta tulemuste kinnitamise. Üldkoosolek kutsutakse kokku vähemalt kord aastas.

Ettevõtte omaniku, Eesti riigi ootus Eesti Energiale on senisest paremini vääridada põlevkivi kui Eesti peamist maavara, vähendades tootmisprotsessidega kaasnevaid keskkonnamõjusid. Samuti on Eesti jaoks oluline kindlustada riigi energiajulgeolek, mistõttu omab Vabariigi Valitsus osalust Eesti Energias põhjusel, et tagada riigis varustuskindlus elektritootjana kui ka elektri jaotusvõrgu omanikuna. Sealjuures on riik huvitatud ettevõtte väärtuse kasvatamisest ja stabiilse dividenditulu teenimisest. Seega on Eesti riigil ootused ettevõttele nii strateegilised kui ka majanduslikud.

2014. aasta veebruaris kinnitas Eesti Energia üldkoosolek omaniku ootused ettevõtte nõukogule ja juhatusele. Omaniku ootused koosnevad põhimõtetest, millest nõukogu ja juhatus peavad lähtuma ettevõtte strateegia ja tegevuskava kujundamisel, ning strateegilistest ja finantseesmärkidest.

Eesti Energia omaniku strateegilised ootused ettevõttele sisaldavad järgmiseid aspekte (Eesti Energia majandusaastaaruanne 2014: 58):

- olulise turuosa säilitamine regionaalsel elektriturul;
- CO₂ heitmete vähendamine elektritootmisel;
- õlitootmise ja teiste põlevkivi väärindamise viiside arendamine;
- Eesti põlevkivienergeetika rahvusvahelise kompetentsipositsiooni tugevdamine;
- võrguteenuse kvaliteedi tõstmine;
- äritegevuse keskkonnamõju minimeerimine.

Strateegiliste eesmärkide saavutamist peavad omaniku ootuste kohaselt toetama järgmised finantseesmärgid (*Ibid.*: 58):

- kontserni tegevuse kujundamine lähtudes piisavast omakapitali tootlusest;
- äritegevuses suurema efektiivsuse poole püüdlemine;
- omanikule stabiilse ja ajas kasvava dividenditulu tagamine;
- äritegevuse kujundamisel optimaalsest kapitalistruktuurist ja sektori keskmisest riskitasemest lähtumine;
- investeeringute rahastamiseks üldjuhul kontserni äritegevuse rahavoogude ning võõrkapitali kasutamine;
- kontsernisiseste tegevusvaldkondade iseseisva tasuvuse ning selle mõõdetavuse tagamine.

Strateegiliste eesmärkide saavutamiseks on ettevõtte viimastel aastatel palju investeerinud. Investeeringute rahastamiseks on ettevõtte kaasanud võõrkapitali Londoni börsil noteeritud võlakirjade ja Euroopa Investeerimispankast võetud laenude näol kui ka omanike käest kapitali juurde küsinud. Energeetikasektori ettevõtteid iseloomustab suur materiaalse vara osakaal koguvaredest ning kõrged amortisatsioonikulud.

Eesti riik on 2015. aasta eelarves arvestanud dividendituludega (2015. aasta riigieelarve... 2015), mis laekuvad riigi äriühingute 2014. aasta kasumilt. Riigivaraseaduse § 77 lg 1 kohaselt kinnitab äriühingu, milles riigil on vähemalt otsustusõigus, poolt makstava dividendisumma Vabariigi Valitsus rahandusministri ettepanekul. Vastavalt Vabariigi Valitsuse poolt teada antud dividendide määramise plaanile peab Eesti Energia AS maksma 2015. aastal dividendidena 95 miljonit eurot.

Lähtudes eeltoodust teeb juhatus äriseadustiku § 332 alusel ettepaneku Eesti Energia kontserni jaotamata kasumist 2015. aastal maksta aktsionärile dividendidena 95 miljonit eurot, millele lisandub tulumaks 23,8 miljonit eurot. Dividendimaksed on tavaliselt leidnud aset teises kvartalis pärast üldkogu, kuid viimasel kahel aastal on dividendid omanikele aasta lõpus välja makstud.

Eelnevast nähtub, et Eesti Energia dividendide väljamaksed saavad alguse rahandusministeeriumis koostatud riigi eelarvestrateegiast. Ettevõtte omanik soovib teenida enda varadelt tulu, ning riigifirmade puhul on dividendide maksed enamasti ainukeseks viisiks, kuidas omanik saab realiseerida kapitali kasvult teenitud tulu rahas. Informatsiooni asümmeetria ja agentuurikonflikti vähendamiseks nimetab ettevõtte omanik ametisse ettevõtte nõukogu liikmed, kes omakorda teostavad juhatuse tegevuse üle järelvalvet. Juhatus vastutab Eesti Energia tegevjuhtimise eest, kujundades ettevõtte äristrateegia ja tegevuskava lähtuvalt omaniku ootustest tulenevatest strateegilistest eesmärkidest ja finantseesmärkidest.

2.2. Ettevõtte finantseerimisstrateegia ja dividendietsuste analüüs aastatel 2010-2014

Käesolevas alapeatükis analüüsitakse AS Eesti Energia finantseerimis- ja dividendietsuseid, kirjeldatakse muutusi ettevõtte kapitali struktuuris, kapitali hinnas ja ettevõtte finantsnäitajates aastatel 2010 kuni 2014. Eelneva teostamiseks on tarvis uurida ettevõtte bilansikirjeid, kasumiaruandeid kui ka rahavoogusid analüüsis käsitletava perioodi majandusaasta aruannetes. Empiirilise analüüsi teostamisel lähtutakse töö teooria osas loodud uurimismetoodikast.

Ettevõtte kapitali struktuur ja dividendipoliitika on vaatluse alla võetud aastatel 2010-2014, sest antud ajavahemik ühtib perioodiga, mil ettevõtte on suures mahus investeringuid teostanud (vt tabel 2.1) ning investeringute finantseerimiseks kaasanud ettevõttesse ka täiendavat kapitali. Samuti on ettevõtte maksnud dividende igal vaatlusaluse perioodi aastal. 2010. aastal olid rahavood äritegevusest positiivsed, rahavood investeerimistegevusest negatiivsed ja rahavood finantseerimistegevusest negatiivsed. See näitab, et ettevõtte kasutab äritegevusest saadud raha oma äritegevuse laiendamiseks ning omanikele dividendimaksete tegemiseks kui ka laenude

tagastamiseks. Rahavoogude analüüs näitab, et alates 2011. aastast kuni vaatlusaluse perioodi lõpuni on ettevõtte rahavood äritegevusest positiivsed, rahavood investeerimistegevusest negatiivsed ja rahavood finantseerimistegevusest positiivsed. See näitab, et ettevõtte kasutab äritegevusest ja täiendavatest finantseerimisallikatest saadud raha investeerimistegevuseks. Dividendide väljamakset vähendavad rahavoogude aruandes raamatupidamislikku kirjet rahavood finantseerimistegevusest, sest kreditoridele makstakse raha tagasi. Ettevõtte netorahavoog oli vaatlusalusel perioodil negatiivne vaid 2011. ja 2014. aastal, ehk ettevõttest liikus erinevate tegevuste kaudu neil aastatel raha suuremas summas välja, kui sisse.

Tabel 2.1. AS Eesti Energia rahavoolised näitajad 2010-2014 aastal (miljon eurot)

Rahavooline näitaja/aasta	2010	2011	2012	2013	2014
Rahavood äritegevusest	198,1	161,8	185,2	244,6	228,2
Rahavood investeerimistegevusest	-75,5	-198,6	-548,9	-281,0	-246,2
Rahavood finantseerimistegevusest	-103,6	23,6	382,9	38,9	15,6
Netorahavoog	19,0	-13,2	19,2	2,5	-2,4
Dividendide väljamakse	-109,2	-56,1	-65,2	-55,2	-93,6

Allikas: AS Eesti Energia majandusaasta aruanded, autori arvutused.

Kapitali struktuur annab ülevaate, kui suures ulatuses ja kust pärinevad ettevõtte tegevuseks vajalikud rahasummad. Kapitali struktuuri analüüsimisel uuritakse eelkõige võõrkapitali intressikandvat osa ja omakapitali, sest võõrkapitali lühiajaline osa on pidevas muutumises ning kajastab olemuselt pigem arvete maksmise poliitikat, mitte raha laenamise oskust. Eesti Energia suurendas 1. juulil 2012. aastal aktsiakapitali 150 miljoni euro võrra. Sellega tõusis ettevõtte aktsiakapital 471,6 miljoni euro pealt 621,6 miljoni euro peale. Pärast 2012. aastat ettevõtte aktsiakapitalis muudatusi ei ole tehtud. AS Eesti Energia aktsiad on 1 euro suuruse nominaalväärtusega, ehk ettevõtte aktsiate arv on 621 600 000. Ettevõtte maksis 2012. aastal omanikele ka netodividendina 65,2 miljonit eurot. Antud tegevuses majanduslik sisu puudub, sest samal aastal toimus omakapitali suurendamine aktsiakapitali sissemaks näol kui ka omakapitali vähendamine dividendide maksmise näol. Antud töös vaatlusalusel perioodil emiteeris Eesti Energia 2012. aastal (arvelduskuupäev 2. aprill) Londoni börsile 300 miljoni euro nominaalväärtuses 4,25% kupongiintressimääraga võlakirjasid. 23. jaanuaril 2014 viis Eesti Energia läbi 4,25% kupongiintressimääraga võlakirjade lisaemissiooni

nominaalväärtuses 100 miljonit eurot. Kontserni võlakirjade kogumaht on nominaalväärtusega 700 miljonit eurot. Ühtlasi on käesoleva seisuga Eesti Energia võõrkapitali portfellis üle 200 miljoni euro eest Euroopa Investeeringispanga laenusid. Antud finantseerimistegevus viitab finantshierarhia teooria järgimisele, sest jaotamata kasumist järgmise eelistatud finantseerimisallikana on kasutatud pangalaenu ning võlakirjade emiteerimist. Samuti on suurematel ja hea krediitireitinguga firmadel ligipääs võlakirjaturule ning ettevõtte on võimalik enda tegevust finantseerida finantseerimisallikate eelistusjärjekorra alusel. Finantshierarhia teooria kohaselt finantseerivad suured ja kasumlikud firmad enda tegevust jaotamata kasumist ja pöörduvad suuremate väljaminekute korral võlakirjaturule või võtavad laenu. Suurematel ja materiaalselt põhivara omavatel firmadel on finantshierarhia teooria järgi kõrgem võlakordaja ning ühtlasi on selliste tunnustega ettevõtte keerulisem sattuda finantsraskustesse, mis viitab omakorda staatilisele kompromissiteooriale. Muuhulgas on kõrge krediitireitinguga firmadel võimalik kapitaliturgudelt kaasata võõrkapitali madala intressimääraga.

Järgnevalt uuritakse, kuidas on vaatlusalusel perioodil muutunud AS Eesti Energia kapitali struktuuri ja maksevõime näitajad. Maksevõime analüüs on otseselt seotud kapitali struktuuri analüüsiga. Maksevõime suhtarvud näitavad ettevõtte võimet õigeaegselt tagastada võlgnevusi pikaajaliste kreditoride ees.

Tabel 2.2. Kapitali struktuuri ja maksevõime analüüs 2010-2014 aastal

Näitaja/aasta	2010	2011	2012	2013	2014
Võlakordaja (D/A)	0,40	0,39	0,44	0,45	0,46
Modifitseeritud võlakordaja (D*/A)	0,19	0,21	0,29	0,29	0,31
Kapitaliseerituse kordaja	0,30	0,32	0,39	0,40	0,41
Intresside kattekordaja	9,19	8,75	3,27	5,22	5,06
Netovõlg/EBITDA	0,45	1,43	2,09	2,40	2,67

Allikas: AS Eesti Energia majandusaasta aruanded, autori arvutused.

Kõige levinum maksevõime suhtarv on võlakordaja. Võlakordaja näitab, kui suurt osa ettevõtte varadest finantseeritakse laenatud vahenditega. Võlakohustuste osakaal ettevõtte varadest on vaatlusalusel perioodil kasvanud. Ettevõtte võlakordaja on vaatlusaluse perioodi algusest perioodi lõpuks liikunud 0,40 pealt 0,46 peale. Samas oli

2011. aasta võlakordaja suurus 0,39, mistõttu ei ole võlakordaja vaatlusalusel perioodil igaaastaselt tõusnud. Vaatlusalusel perioodil on ettevõtte võlakordaja püsinud keskmise suurusega kordaja tasemel. Finantsalases kirjanduses on soovituslik võlakohustuste ja varade suhe kuni 0,7. Samuti peab arvestama asjaoluga, et ettevõtte investeerimisprojektide tulusus oleks piisav pikaajaliste laenude teenindamiseks. Kuna vaatlusalusel perioodil (2010-2014) on võlakordaja kasvanud, on omanike panus ettevõtte varadesse aastate jooksul vähenenud. Kapitali struktuuri muutusest vaatlusalusel perioodil parema ülevaate saamiseks tuleb uurida just intressikandva võla ja ettevõtte varade suhte muutust. Modifitseeritud võlakordaja analüüsib ettevõtte kapitali struktuuri kitsamas tähenduses kui harilik võlakordaja. Modifitseeritud võlakordaja jälgib vaatlusalusel perioodil tõusvat trendi, mis annab kinnitust asjaolule, et firma kohustuste struktuur on vaatlusalusel perioodil muutunud eelkõige intressikandvate kohustuste näol. Ülaltoodud tabelist nähtub, et intressikandvate kohustuste suurenemine kapitali struktuuris leidis aset 2012. aastal mõõduka hüppena. Kirjeldataval aastal emiteeriti 300 miljoni euro nominaalväärtuses võlakirju, maksti 65,2 miljonit eurot netodividende ja antud aastat iseloomustab ka vaatlusaluse perioodi keskmisest amortisatsioonikulust kõrgem amortisatsioonikulu (178,3 miljonit eurot). Eelnevad faktorid olid peamised, mis tingisid 2012. aastal modifitseeritud võlakordaja hüppelise kasvu ning sealjuures emiteeriti ka 150 miljoni euro eest uusi aktsiaid, mis leevendas modifitseeritud võlakordaja kasvu. 2012. aastast järgnevatel aastatel tõusid intressikandvad kohustused koguvarast kerges tõusvas trendis. Kapitaliseerituse kordaja arvestab üksnes ettevõtte pikaajaliste kohustustega, mis on kapitali struktuuri kõige kitsam tähendus. Kapitaliseerituse kordaja on vaatlusalusel perioodil iga-aastaselt kasvanud. Kapitaliseerituse kordaja hüppeline kasv nähtub taaskord 2012. aastal, mil ka eelnevalt kirjeldatud maksevõime suhtrvud näitasid olulist suurenemist. Kapitaliseerituse kordaja hüppeline kasv 2012. aastal on jällegi tingitud samadest faktoritest, nagu modifitseeritud võlakordaja kasvu kirjeldamisel 2012. aastal. Kapitaliseerituse kordaja on 2010. aastast tõusnud 2014. aastaks 0,30 pealt 0,41 peale, mis näitab pikaajaliste kohustuste osatähtsuse olulist kasvu ettevõtte püsivates finantseerimisallikates vaatlusalusel perioodil. Võõrkapitali osakaalu suurendamine ettevõtte finantseerimisallikates kasvatab staatilise kompromissiteooria kohaselt ettevõtte finantsriski.

Üldlevinud maksevõime suhtarv on intresside kattekordaja. Intresside kattekordaja näitab, mitu korda on võimalik ärikasumil väheneda ilma, et ettevõtte satuks intresside tagasimaksmisel raskustesse. Finantsalases kirjanduses peetakse ohumärgiks, kui antud mõõtarv langeb alla 2,5. Vaatlusalusel perioodil oli intresside kattekordaja kõige madalam 2012. aastal. Sealjuures tuleb arvestada, et kirjeldatud aastal oli ettevõtte ärikasum mõjutatud vaatlusaluse perioodi keskmisest kõrgematest amortisatsioonikuludest, tuues kaasa madalama intresside kattekordaja väärtuse vaatlusalusel aastal. Intresside kattekordaja problemaatilisele tasemele vaatlusalusel perioodil ei langenud. Eesti Energia kasutab maksevõime hindamisel netovõlg/EBITDA suhtarvu. Kõrgem netovõlg/EBITDA suhtarv viitab asjaolule, et firmal võib tekkida potentsiaalne oht võlakohustuste teenindamisel. Samuti arvestavad krediidiireitinguagentuurid antud finantsmõõdikut ettevõttele krediidiireitingut väljastades. Krediidiireitinguagentuur Standard&Poor's on Eesti Energia krediidiireitingu tasemeks kinnitanud BBB+ ja krediidiireitinguagentuur Moody's on kinnitanud ettevõtte krediidiireitingu tasemeks Baa2. Käesoleva krediidiireitingu säilitamiseks on ettevõttele seatud netovõlg/EBITDA piiriks 3,0. Sellest piirist kõrgema mõõtarvu korral madaldataks krediidiireitinguagentuuri poolt ettevõtte krediidiireitingut, mis tooks kaasa ettevõtte võlausaldajate tulunormi kasvu. Emiteeritud võlakirjade kupongiintressimaksed on ettevõtte jaoks küll fikseeritud kulu kuni võlakirjade tagastamistähtajani, kuid investorid võivad ettevõtet karistada lubatud tingimustest mitte kinni pidamist sellega, et võimalik võlakirjade emiteerimine tulevikus toimub ettevõtte jaoks kõrgema tulumääraga. Netovõlg/EBITDA kordaja on vaatlusaluse perioodi algusest tõusnud 0,45 pealt 2,67 peale. Näitaja suurem kasvamine toimus jällegi 2012. aastal, mil emiteeriti 300 miljoni euro nominaalväärtuses võlakirjasid. Muuhulgas suurendati 2012. aastal ettevõtte aktsiakapitali 150 miljoni euro väärtuses, mis leevendas netovõlg/EBITDA hüppelist kasvu, sest ettevõtte netovõlg vähenes antud finantseerimistehinguga 150 miljoni euro võrra. Netovõlg/EBITDA arvestab ettevõtte sularahavaruga, mida vähendavad dividendimaksed. 2012. aastal maksti ka dividendideks 65,2 miljonit eurot, millele lisandus ettevõtte tulumaks 17,8 miljonit eurot. Analüüsist nähtub, et vaatlusaluse perioodi lõpuks on jõutud netovõlg/EBITDA tasemeni, mille korral Eesti Energia krediidiivõimekus on sisuliselt ammendunud ning

jätkuvate kõrgete investeerimiskulude ja sarnaste äritegevusest tulenevate rahavoogude juures suuremahuliste dividendide maksmine on komplitseeritud.

Kapitali struktuuri muutumise mõju kapitali hinnale analüüsimiseks on tarvis teada nii võõrkapitali hinda kui ka omakapitali hinda. Võõrkapitali hinna leidmiseks kasutatakse ettevõtte majandusaasta aruannetest leiduvaid võlakohustuste kaalutud keskmisi efektiivseid intressimäärasid aastalõpu seisuga. Eesti Energia võõrkapital koosneb nii pangalaenudest kui ka emiteeritud võlakirjadest (vt tabel 2.3). Ettevõtte võlakohustused on korrigeeritud soetusmaksumuses.

Tabel 2.3. Intressikandva võõrkapitali mahud ja intressimäärad 2010-2014 aastal

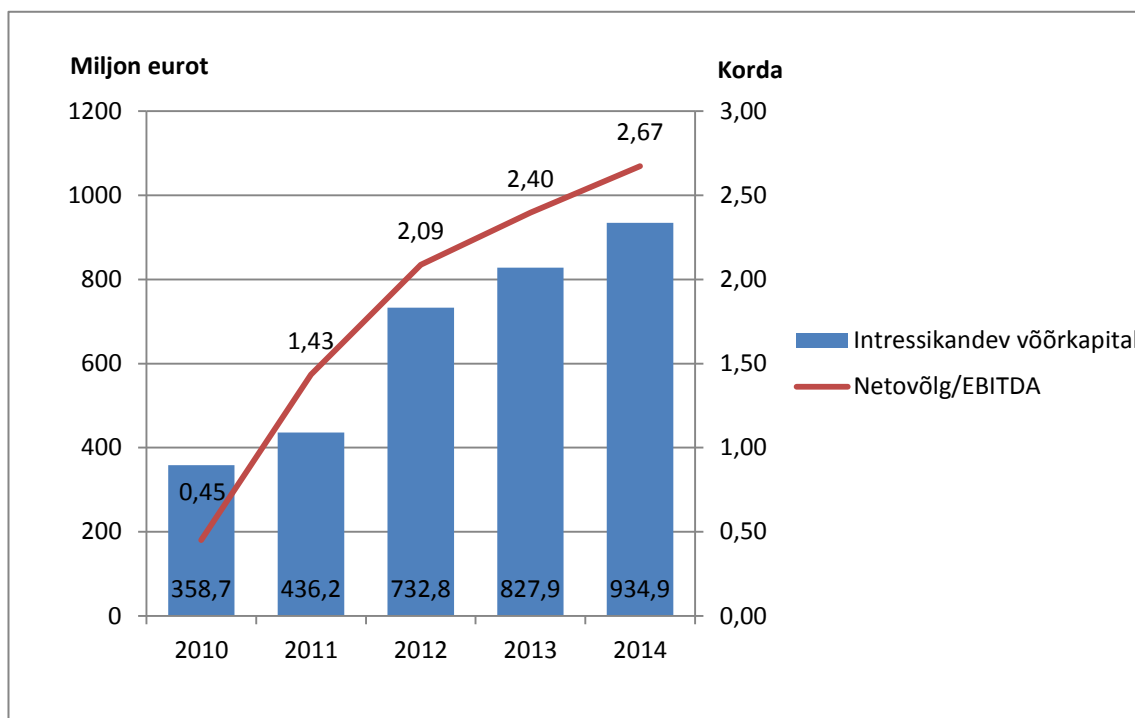
Näitaja/aasta	2010	2011	2012	2013	2014
Võlakirjad, miljon eurot	289,8	290,6	588,3	589,6	698,0
Pangalaenud, miljon eurot	68,9	145,6	144,5	238,3	236,9
Võlakirjade kaalutud keskmine efektiivne intressimäär, %	4,90	4,90	4,70	4,70	4,30
Pangalaenude kaalutud keskmine efektiivne intressimäär, %	2,80	3,20	3,10	2,60	2,60
Võõrkapitali hind, %	4,50	4,33	4,38	4,10	3,87

Allikas: AS Eesti Energia majandusaasta aruanded, autori arvutused.

Tabelist 2.3 nähtub, et ettevõtte on vaatlusalusel perioodil võõrkapitali aasta-aastalt juurde hankinud. 2010-2011 aastat iseloomustav 4,90% suurune võlakirjade kaalutud keskmine efektiivne intressimäär on vaatlusalusel perioodil langenud. Enne 2012. aastat oli Eesti Energial võlakirjasid emiteeritud 300 miljoni euro nominaalväärtuses 4,50% suuruse kupongiintressimääraga. Finantseerimistehingud olid toimunud ettevõtte jaoks diskontoga. 2012. aastal emiteeris Eesti Energia omakorda 300 miljoni euro nominaalväärtuses 4,25% kupongiintressimääraga võlakirjasid. 2014. aasta alguses (23. jaanuaril) viis Eesti Energia läbi eduka võlakirjatehingu 4,25% kupongiintressimääraga nominaalmahus 100 miljonit eurot. Lisaemissioon toimus ettevõtte jaoks preemiaga, sest 100 miljoni euro asemel saadi investoritelt võlakirjade eest raha 110,3 miljonit eurot. Sellega seoses langes võlakirjade kaalutud keskmine efektiivne intressimäär 4,30% peale. Pangalaenude kaalutud keskmine efektiivne intressimäär oli kõrgeim aastal 2011, väärtusega 3,20%. Tulenevalt majanduskeskkonnas intressimäärade langusest vähenes Eesti Energia pangalaenude kaalutud keskmine efektiivne

intressimäär 2014. aastaks 2,60% peale. Võõrkapitali hind on 2010. aasta väärtuse 4,50% pealt 2014. aastaks langenud 3,87% peale.

Hea ülevaate, kuidas AS Eesti Energia intressikandva võõrkapitali maht ja netovõlg/EBITDA on vaatlusalusel perioodil muutunud, annab joonis 2.1.



Joonis 2.1. AS Eesti Energia intressikandva võõrkapitali ja netovõlg/EBITDA muutus aastatel 2010-2014 (autori arvutused).

Omakapitali hinna leidmiseks kasutatakse CAPM (*Capital Assets Pricing Model*) mudelit. Riskivaba tulumäär on määr, millel puudub risk ning mille puhul investor ootab riskivaba tootlust ning kuna see arvutatakse riiklike võlakirjade tulususe baasil, siis võtab autor aluseks Saksamaa 10-aastase võlakirja tulususe (Bloomberg 2015). Majandusharu finantsvõimendusega beetakordaja leitakse Damodaran koduleheküljelt. Eesti Energia majandusharu näitajatena kasutatakse ettevõtte põhitegevusala – energia tegevusvaldkonna (ingl. k. *Power*) andmeid. Kuna omakapitali hinna leidmisel on tarvis kasutada omakapitali turuväärtust, siis ettevõtte omakapitali turuväärtuse leidmiseks kasutati tegevusharu keskmist omakapitali turuhinna/omakapitali raamatupidamisliku väärtuse suhtarvu (*price/book value*), mille väärtus leitakse samuti Damodaran koduleheküljelt. Majandusharu finantsvõimendusega beetat korrigeeritakse ettevõtte

finantsvõimendusega ning leitakse finantsvõimendusega beetakordaja. Eesti tururiskipreemia leitakse Damodaran kodulehelt, mille arvestamise aluseks on võetud AAA reitinguga riigi tururiskipreemia ning lisatud sellele Eesti riigi riskipreemia. CAPM mudelis kasutatud parameetrid ja kapitali hinnad kajastuvad tabelis 2.4.

Tabel 2.4. CAPM mudeli rakendamine ja kapitali hinnad 2010-2014 aastal

Suhtarv/aasta	2010	2011	2012	2013	2014
Võõrkapitali hind, %	4,50	4,33	4,38	4,10	3,87
Saksamaa 10-aastase võlakirja tulusus, %	2,92	1,82	1,32	1,92	0,54
Eesti tururiskipreemia, %	5,85	6,28	7,28	7,08	6,05
Majandusharu võimendusega beta	0,42	0,42	0,49	0,61	0,57
Majandusharu keskmine P/BV	0,97	0,97	1,01	1,13	1,13
Omakapitali turuväärtus, miljon eurot	1 068,5	1 193,5	1 429,1	1 751,8	1 824,5
Ettevõtte finantsvõimendus	0,34	0,37	0,51	0,47	0,51
Ettevõtte võimendusega beta	0,56	0,57	0,74	0,90	0,86
Omakapitali hind, %	6,20	5,42	6,72	8,28	5,76
Kaalutud keskmine kapitali hind, %	5,77	5,13	5,93	6,94	5,12

Allikad: Damodaran 2015, Bloomberg 2015, autori arvutused.

Kapitali hinna analüüsist nähtub, et finantsvõimenduse (intressikandvate kohustuste ja omakapitali suhte) kasvamine ei ole ainsaks muutujaks, mis mõjub ettevõtte omakapitali hinna väärtusele. Omakapitali hind oli vaatlusalusel perioodil kõige kõrgem aastal 2013, omades väärtust 8,28%. Samas oli finantsvõimendus vaatlusalusel perioodil kõrgeim 2012. ja 2014. aastal, omades väärtust 0,51. Saksamaa 10-aastase tähtajaga võlakirja tootlus ja Eesti tururiskipreemia on samuti 2014. aastaks mõõdukalt määral vähenenud, mis on kaasa toonud ettevõtte omakapitali hinna alanemise 2014. aastaks, sest tegemist on oluliste teguritega omakapitali hinna arvutamisel. Muuhulgas mõjutab ettevõtte omakapitali hinda majandusharu võimendusega beta väärtus, mis näitab süstemaatilist riski. Ettevõtte kaalutud keskmine kapitali hind on olnud vaatlusalusel perioodil mõõdukalt volatiilne, sest enamuse kapitali hinda mõjutavad parameetrid on vaatlusalusel perioodil muutunud. Oluliseks põhjuseks, miks kapitali hinnad vaatlusalusel perioodi lõpuks langevad, on makromajanduslike tingimuste muutused, mis kajastuvad kapitali hindades. Seega on antud kaasuses kapitali struktuuri otsene mõju kapitali hinnale marginaalse tähtsusega.

Ettevõtte finantseerimisotsuste mõju analüüsimisel ettevõtte finantsnäitajatele on tarvis hinnata, kuidas ettevõttesse paigutatud kapital kasumit toodab. Seetõttu on analüüsitud Eesti Energia vaatlusaluse perioodi rentaablusnäitajaid ja kapitali hindasid.

Tabel 2.5. AS Eesti Energia rentaablusnäitajate analüüs 2010-2014 aastal

Näitaja/aasta	2010	2011	2012	2013	2014
Omakapitali rentaablus, %	13,03	12,07	5,46	10,31	9,84
Varade rentaablus, %	7,82	7,33	3,08	5,66	5,32
Omakapitali hind, %	6,20	5,42	6,72	8,28	5,76
Kaalutud keskmine kapitali hind, %	5,77	5,13	5,93	6,94	5,12
Omandikordisti, korda	1,67	1,65	1,77	1,82	1,85
Tulutoovuse üldvõime (EBIT/A), %	8,07	8,25	4,01	6,23	6,21

Allikas: AS Eesti Energia majandusaasta aruanded, autori arvutused.

Finantsalases kirjanduses üldtunnustatud kriteeriumite järgi loetakse rahuldavaks varade rentaabluseks vähemalt 8 protsenti. Muuhulgas peaks varade rentaablus ületama kaalutud keskmist kapitali hinda, sest vastasel juhul ei looda ettevõttes piisavalt lisandväärtust. Rentaablusnäitajate analüüsi tabelist nähtub, et vaadeldaval perioodil on 2010. ja 2011. aastal varade rentaablus olnud 8% lähedal ning ületanud kaalutud keskmist kapitali hinda. 2012. aastal kukkus varade rentaablus 3,08% peale ja oli madalam ka ettevõtte kaalutud keskmisest hinnast. 2013. aastal varade rentaablus tõusis 5,66% peale, kuid ei ületanud ettevõtte kaalutud keskmist kapitali hinda. 2014 aastal oli varade rentaablus 5,32% ning ületas kaalutud keskmist kapitali hinda. Tulutoovuse üldvõime (EBIT/A) näitab varade tootlikkust enne maksude maksmist ja finantsvõimenduse mõju. Väga suur vahe varade rentaabluse ja tulutoovuse üldvõime vahel näitab asjaolu, et finantseerimisotsused on halvad. Samuti mõjutab kirjeldatud mõõtarvude vahet dividendimaksetega kaasnev tulumaks. Näitajate vahe on vaatlusalusel perioodil väike, sest ettevõtte kasutab odavat võõrkapitali. Omanike seisukohalt on ettevõtte üks olulisemaid indikaatoreid omakapitali rentaablus, näidates otseselt omanike rikkuse kasvu. Ettevõtte omakapitali rentaablus muutub võrreldes varade rentaablusega omandikordisti võrra. Mida suurem osa ettevõtte varadest on finantseeritud võõrkapitaliga, seda suurem on omandikordisti ja seda enam erineb omakapitali rentaablus varade rentaablusest. Vaatlusalusel perioodil oli omakapitali rentaablus madalam omakapitali hinnast vaid 2012. aastal, ehk ei ületanud omanike

tulunormi. Vaatlusaluse perioodi ülejäänud aastatel ületas omakapitali rentaablus omakapitali hinda, ehk omanikele loodi lisandväärtust nende ootustest rohkem. Halvaks näitajaks on asjaolu, et omakapitali rentaablus on vaatlusalasel perioodil olnud langevas trendis, ehk omanike rikkuse kasv on ajas vähenenud. Järelikult ei ole aastate vältel kasvanud finantsvõimendus aidanud kaasa omakapitali rentaabluse tõusmisele. Omakapitali rentaablus on vaatlusalusel perioodil langenud korrelatsioonis võõrkapitali osakaalu suurenemisega ettevõtte varades (omandikordisti suurenemisega), mistõttu on Eesti Energia finantseerimisstrateegia toonud kaasa ettevõtte finantsriski suurenemise ja samal ajal ka omanike rikkuse hävitamise. Rentaabluse analüüsi puhul tuleb arvestada ka teadmise, et rentaablusnäitajate arvutamisel kasutatakse ettevõtte puhaskasumi näitajat, mis on mõjutatud ettevõtte amortisatsioonist.

Kapitaliomanike (võlausaldajate ja omanike) tulunormi rahuldamist saab mõõta ka rahalises mõõtmes. Majandusliku lisandväärtuse (EVA – *economic value added*) positiivse väärtuse puhul luuakse ettevõttes lisandväärtust rohkem kui kapitaliomanikud eeldavad, ehk positiivse EVA väärtuse korral on ettevõtte suutnud luua kapitaliomanikele rikkust nende oodatavast tulunormist rohkem. EVA näitab ettevõttesse investeeritud kapitali jääktulusust. Investeeritud kapital koosneb omakapitalist ning intressikandvast võõrkapitalist. Ülevaate majandusliku lisandväärtuse loomisest perioodil 2010-2014 annab alljärgnev tabel.

Tabel 2.6. AS Eesti Energia majandusliku lisandväärtuse analüüs 2010-2014 aastal

Näitaja/aasta	2010	2011	2012	2013	2014
NOPAT, miljon eurot	120,1	153,3	82,3	161,5	162,4
Ettevõttesse investeeritud kapital, miljon eurot	1 465,8	1 672,8	2 141,9	2 375,6	2 554,3
Kaalutud keskmine kapitali hind, %	5,77	5,13	5,93	6,94	5,12
Kapitaliomanike tulunorm rahas, miljon eurot	84,9	75,2	99,1	148,6	121,5
EVA, miljon eurot	35,2	78,1	-16,8	12,9	40,9

Allikas: AS Eesti Energia majandusaasta aruanded, autori arvutused.

EVA väärtus on tingitud kapitaliomanike tulunormist. Kui rentaablusnäitajad hindavad ettevõtte kasumlikkust raamatupidamisliku lähenemisega, siis väärtuspõhine lähenemine (EVA) arvestab finantsriski, mis kasvab ettevõtte finantsvõimenduse suurenedes. Samas on ettevõtte kaalutud kapitali hind olnud vaatlusalusel perioodil üsna

volatiilne ja finantsriski suurenemine on mõjutanud kaalutud keskmise kapitali hinda marginaalselt. Majandusliku lisandväärtuse analüüsist nähtub, et aktsiaselts ei ole kapitaliomanike nõutavat tulunormi suutnud teenindada vaatlusalusel perioodil vaid 2012. aastal. Kuna 2012. aasta $EVA < 0$ ja ettevõtte teenis ikkagi puhaskasumit, on omanike tulunorm rahuldamata vaid osaliselt. Tuues paralleele eelnevalt teostatud rentaablusanalüüsiga, oli omakapitali rentaablus väiksem omanike kapitali tulunormist samuti vaid 2012. aastal. Samuti tuleb majandusliku lisandväärtuse analüüsi juures arvestada, et maksudejärgne ärikasum (NOPAT) on mõjutatud ettevõtte amortisatsioonist.

Rahavood omanikele (FCFE – *free cash flow to equity*) on raha, mida saab kasutada ettevõtte omanikele dividendide maksmiseks või ettevõttesse reinvesteermiseks. Tegemist on rahavooga, mis tekib pärast intresside ja võlakohustuste põhiosade tagasimaksmist ning uue võõrkapitali kaasamist. Rahavoogude analüüsist nähtub, et omanikele kuuluvat rahavoogu on vaatlusalusel perioodil olulisel määral vähendanud suuremahulised investeeringud ettevõtte põhivarasse (*CapEx*). Ühtlasi väärib tähelepanu asjaolu, et ettevõtte kulutused põhivarale ületavad amortisatsiooni suurel määral, mis on omapärane pigem kiire kasvu faasis olevatele firmadele. Samuti tuleb omanikele kuuluva rahavoo leidmisel arvestada ettevõtte puhaskäibekapitali muutustega (*dNOWC*). Rahavoogusid omanikele suurendab laenude võtmine ja vähendab laenude tagasimaksmine. Võõrkapitali kaasati vaatlusalusel perioodil kõige suuremas mahus 2012. aastal. Alltoodud tabelist nähtub, et vabad rahavood omanikele on vaatlusalusel perioodil positiivse väärtusega vaid 2014. aastal. Samas tuleb arvestada asjaoluga, et äriühing võib suurendada rahasaldot äritegevusega mitteseotud rahavoogudega kui ka omanike poolt sisse makstud kapitaliga, mida FCFE valem arvesse ei võta. Ühtlasi uurib käesolev töö ettevõtte kapitali struktuuri, mille korral on ettevõtte finantseerimisallikate käsitlemise põhifookus intressikandval võõrkapitalil ja omakapitalil. Seetõttu on antud töös vaatlusaluse perioodi vabasid rahavoogusid korrigeeritud aktsiakapitali sissemaksega, et kirjeldada paremini ettevõtte käsutuses olevat operatiivset rahavoogu. Reaalsuses ei vaadelda omanike poolt teostatud ettevõtte finantseerimistehingut kui raha, mida uuesti omanikele dividendideks maksta – sellisel tegutsemisel puudub majanduslik sisu. Dividendide maksmisel ei saa lähtuda vaid omanikele kuuluvast rahavoost. Ettevõtte peab arvestama ka sularahavaruga, sest

omanikele dividendide maksmine toimub ettevõtte rahakonto vähenemise arvelt. Suuremahulised finantseerimistehingud võimaldavad ettevõttel ka järgneval tegevusaastal ettevõtte rahalisi väljaminekuid finantseerida, sh investeerida ja omanikele dividende maksta. Vaatlusalusel perioodil nähtub, et aastalõpuseisuga kõrgema rahasaldo ja deposiitide summaga aastatest järgneval aastal on rahavood omanikele korrigeeritud aktsikapitali sissemaksega negatiivsed. Seega ei pea igal aastal rahavood omanikele ja aktsiakapitali sissemakse summa olema positiivse väärtusega, et iga-aastaselt dividende maksta. Muuhulgas mõjutavad ettevõtte rahavooge äritegevusega mitteseotud tegevused. 2010. aastal müüdi Eesti Energia kontserni alt riigile Elering, mille eest saadi 166 miljonit eurot ja lisaks maksis Elering kontsernile tagasi enda siselaenu 187,6 miljonit eurot, millest tulenevalt Eesti Energia 2010. aastalõpu seisuga rahasaldo ja deposiitide summa on vaatlusalusel perioodil teiste aastatega võrreldes suurim. Lisaks müüdi 2012. aastal Eesti Energia tütarettevõtte AS Televõrk 25 miljoni euroga ja 2014. aastal Eesti Energia tütarettevõtte AS Võrguehitus 7 miljoni euroga.

Tabel 2.7. AS Eesti Energia vaba rahavoo ja rahasaldo analüüs 2010-2014 aastal (miljon eurot)

Näitaja/aasta	2010	2011	2012	2013	2014
Puhaskasum	144,3	149,2	76,9	159,5	159,3
Amortisatsioon	93,4	97,1	178,3	135,0	126,2
CapEx	218,5	507,8	513,5	418,9	275,9
dNOWC	64,7	-93,2	80,2	0,3	-50,1
Laenu võtmine	2,3	138,1	324,5	96,2	110,7
Laenu tagasimaksmine	3,5	59,1	26,4	1,3	1,4
Vaba rahavoog omanikele FCFE	-46,7	-89,3	-40,4	-29,8	169,0
Aktsiakapitali sissemakse	-	-	150,0	-	-
FCFE + aktsiakapitali sissemakse	-46,7	-89,3	109,6	-29,8	169,0
Rahasaldo ja deposiidid kokku	236,2	40,9	150,1	83,6	100,2

Allikas: AS Eesti Energia majandusaasta aruanded, autori arvutused.

Ettevõtte omakapitali analüüsist (vt tabel 2.8) nähtub, et AS Eesti Energia on suurendanud aktsiakapitali 2012. aastal. Antud tegevus tõi kaasa kasumi languse aktsia kohta 0,12 eurot/tk peale 2012. aastal. Muuhulgas oli ka ettevõtte puhaskasumi väärtus 2012. aastal kõige madalam vaatlusalusel perioodil. Kuigi ettevõtte puhaskasum on

2013. ja 2014. aastal paremat tulemust näidanud kui vaatlusaluse perioodi esimestel aastatel, on kasum aktsia kohta olnud madalam kui 2010. ja 2011. aastal. Seejuures on 2013. ja 2014. aastal kasum aktsia kohta püsinud stabiilsel tasemel. Finantsanalüüsist selgub, et Eesti Energia ei ole vaatlusalusel perioodil järginud jääkdividendi põhimõtet, sest ettevõtte dividendimaksed ei võrdu kasumisummaga, mis jääb üle pärast investeringute finantseerimist.

Tabel 2.8. AS Eesti Energia omakapitali analüüs 2010-2014 aastal

Näitaja/aasta	2010	2011	2012	2013	2014
Puhaskasum, miljon eurot	144,3	149,2	76,9	159,5	159,3
Aktsiate arv, miljon tk	471,6	471,6	621,6	621,6	621,6
Kasum aktsia kohta, eurot/tk	0,31	0,32	0,12	0,26	0,26
Makstud dividendid, miljon eurot	109,2	56,1	65,2	55,2	93,6
Dividend aktsia kohta, eurot/tk	0,23	0,12	0,10	0,09	0,15
Dividendide väljamaksekindaja, %	109,30	38,88	43,70	71,78	58,68

Allikas: AS Eesti Energia majandusaasta aruanded, autori arvutused.

Dividendide väljamaksekindaja on vaatlusalusel perioodil olnud üsna volatiilne. Dividendide väljamaksekindaja on arvutatud vaatlusaluse aasta dividendide väljamakse ja vaatlusalusest aastast eelneva aasta puhaskasumi suhtena, sest dividendid makstakse välja eelmise aasta teenitud puhaskasumist. Dividendide maksmine on vaatlusalusel perioodil toimunud aastate lõikes muutlikult ja selget korrapära järgivat dividendipoliitikat empiirilise analüüsiga ei tuvastata.

2.3. Stsenaariumianalüüs finantseerimisstruktuuri mõju kohta uuritava ettevõtte finantsnäitajatele, rahavoogudele ja dividendipoliitikale

Antud alapeatükis teostatakse stsenaariumianalüüs ettevõtte finantseerimisstruktuuri mõju kohta ettevõtte finantsnäitajatele, rahavoogudele ja dividendipoliitikale. Analüüsitakse, millised on muutused ettevõtte rahavoogudes, kapitali hindades ja ettevõtte finantsnäitajates tulenevalt finantseerimisstruktuuri muutmisest. Ettevõtte finantsanalüüsi stsenaariumite abil saab hinnata, milline on ettevõtte finantseerimisstrateegia mõju dividendipoliitikale.

Esimese stsenaariumi puhul on tegemist olukorraga, kus 2012. aastal reaalselt toimunud omanikupoolse aktsiakapitali 150 miljoni eurose sisse makse asemel emiteeritakse 150 miljoni euro eest võlakirjasid 4,25% kupongiintressimääraga. Teise stsenaariumi puhul on tegemist olukorraga, kus 2012. aastal võlakirjaemissioonist saadud 297 miljoni euro ja 2014. aastal võlakirjaemissioonist saadud 110,3 miljoni euro asemel teostatakse samal perioodil ja samas summas omaniku poolt aktsiakapitali sisse makse ettevõtte finantseerimiseks. Esimene stsenaarium on koostatud selline, kus omanikul poleks olnud võimalik 2012. aastal ettevõttesse täiendavalt kapitali sisse maksta. Teine stsenaarium on koostatud selline, kus ettevõttel puudub vaatlusalusel perioodil ligipääs kapitaliturgudele, ehk puudub võimalus ettevõtet finantseerida finantseerimisallikate eelistusjärjekorra alusel. Stsenaariumite korral säilitatakse kapitali maht, kus võlakohustuste ja aktsiakapitali summa on võrdne ettevõtte tegelike vaatlusaluste aastate võlakohustuste ja aktsiakapitali summaga. Ettevõtte varade mahtude vahe erinevate stsenaariumite korral seisneb vaid omakapitali vähendavate intressikulude erinevusest. Stsenaariumite puhul võetakse eelduseks, et ettevõtte finantseerimisstruktuur ei mõjuta ettevõtte investeerimispoliitikat ega ettevõtte poolt teenitavat tulu. Selline lähenemine finantseerimisotsustele on Miller ja Modigliani kapitalistruktuuri irrelevantsuse mudeli üheks eelduseks.

Tabel 2.9. AS Eesti Energia kapitali struktuuri ja maksevõime analüüs erinevate stsenaariumite korral aastatel 2010-2014

Näitaja/aasta	2010	2011	2012	2013	2014
I stsenaarium					
Võlakordaja	0,40	0,39	0,50	0,51	0,51
Modifitseeritud võlakordaja (D^*/A)	0,19	0,21	0,35	0,35	0,36
Kapitaliseerituse kordaja	0,30	0,32	0,45	0,46	0,47
Intresside kattekordaja	9,19	8,75	2,71	4,39	4,31
Netovõlg/EBITDA	0,45	1,43	2,65	2,92	3,21
II stsenaarium					
Võlakordaja	0,40	0,39	0,32	0,34	0,32
Modifitseeritud võlakordaja (D^*/A)	0,19	0,21	0,17	0,19	0,17
Kapitaliseerituse kordaja	0,30	0,32	0,26	0,28	0,26
Intresside kattekordaja	9,19	8,75	5,61	8,42	9,40
Netovõlg/EBITDA	0,45	1,43	0,97	1,36	1,23

Allikas: AS Eesti Energia majandusaasta aruanded, autori arvutused.

Kapitali struktuuri ja maksevõime stsenaariumianalüüsist nähtub, et esimeses stsenaariumis teevad 2012. aastal võlakordaja, modifitseeritud võlakordaja ja kapitaliseerituse kordaja võrreldes eelnevate perioodidega hüppelise tõusu ja 2012. aastast järgnevatel aastatel suurenevad aeglaselt tõusvas trendis. Teises stsenaariumis jällegi 2012. aastal võlakordaja, modifitseeritud võlakordaja ja kapitaliseerituse kordaja teevad mõõduka languse võrreldes eelnevate perioodide näitajatega. Eelkirjeldatud suhtarvud tõusevad teise stsenaariumi korral vähesel määral 2013. aastal ja 2014. aastaks langevad samale tasemele, mis 2012. aastal. Kahe finantseerimisstrateegia vaheline erinevus maksevõime indikaatorites tuleneb võõr- ja omakapitali proportsioonide suurest erinevusest püsivates finantseerimisallikates. Samuti on esimese stsenaariumi korral finantsrisk 2012. aastast oluliselt kõrgem kui teise finantseerimisstsenaariumi korral. Intresside kattekordaja on teise stsenaariumi korral vaatlusalusel perioodil alates 2012. aastast kõrgema intresside kattekordaja väärtustega kui esimese stsenaariumi korral, sest intressikulud teise stsenaariumi korral 2012. aastast madalamad kui esimeses stsenaariumis. Järelikult jääb teise stsenaariumi korral ettevõtte käsutusse stsenaariumite intressikulude vahe võrra rohkem raha, kui esimese stsenaariumi korral. Esimese stsenaariumi korral jõuab netovõla ja kulumieelse ärikasumi suhe vaatlusaluse perioodi lõpuks üle 3,0 väärtuse, mis tähendab ettevõttele võimalikku krediitdireitingu langust. Seda aga ei soovita ja seega on esimese finantseerimisstsenaariumi korral ettevõtte vaatlusaluse perioodi lõpuks ettevõtte finantseerimiseks liiga palju võõrkapitali kaasanud. Reaalse stsenaariumi korral oli netovõlg/EBITDA suhe 2014. aasta lõpuks 2,67 korda, ehk finantsrisk ettevõttele aktsepteeritud tasemel. Samas peab arvestama asjaoluga, et sellise riskitasemega kapitali struktuur on saavutatud 2012. aastal täiendava 150 miljoni euro suuruse aktsiakapitali sissemakse tulemusel. Kapitali struktuuri ja maksevõime stsenaariumianalüüsist nähtub, et teise stsenaariumi korral on ettevõtte finantsriskustesse sattumise tõenäosus üsna madal. Liiga madal finantsrisk ei ole samuti hea näitaja, sest ettevõtte omanike rikkuse kasvatamiseks ei kasutata võimaluse ja mõistlikkuse piires odavamat võõrkapitali. Seega on Eesti Energia vaatlusalusel perioodil aset leidnud kapitalimahukate investeeringute teostamise ja dividendide maksmise juures finantsriski hästi juhtinud.

Rentaablusnäitajate ja kapitali hindade analüüs (vt tabel 2.10) näitab, et omakapitaliga finantseerimise stsenaariumi korral on ettevõtte omakapitali hind madalam kui võõrkapitaliga finantseerimise korral 2012. aastast. Eelnevat põhjendab Miller ja Modigliani teoreemi II tees, mille kohaselt finantsvõimenduse, sh finantsriski alandamine toob kaasa omanike tulunormi languse. Samas on jällegi 2012. aastast omakapitali rentaablus madalam teise finantseerimisstsenaariumi korral, mis on omanike rikkuse loomise seisukohast halb näitaja. Sealjuures tuleb arvestada ka asjaoluga, et omakapitaliga finantseerimise korral on väärtuspõhise lähenemise vaatevinklist võetud madalam finantsrisk. Raamatupidamislik lähenemine (omakapitali rentaabluse arvutamine) finantsriski ei arvesta. Samuti nagu omakapitali hind, oma ka kaalutud keskmine kapitali hind 2012. aastast madalam teise stsenaariumi korral kui esimese stsenaariumi korral. Esimese stsenaariumi korral alates 2012. aastast vaatlusalusel perioodil ei ületa varade rentaablus kaalutud keskmist kapitali hinda, mistõttu kapitaliomanike tulunormi ei rahuldata. Teise stsenaariumi korral on vaatlusalusel perioodil varade rentaablus kõrgem kaalutud keskmisest kapitali hinnast ka lisaks 2010. ja 2011. aastale ka 2014. aastal. Samas on ka vaatlusalusel perioodil kaalutud keskmine kapitali hind kõige madalam teise stsenaariumi korral vaatlusaluse perioodi viimasel aastal. 2014. aastal on omakapitali hind langenud ka madalamale, kui võlakirjade intressimäär, mis on teise stsenaariumi korral 4,90%. Ettevõtte omakapitali rentaablus ei ületanud omakapitali hinda, ehk omanike tulunormi ei rahuldatud vaatlusalusel perioodil kummagi stsenaariumi korral 2012. aastal. Teise stsenaariumi korral on varade rentaabluse ja tulutoovuse üldvõime vahe väiksem kui esimese stsenaariumi korral 2012. aastast kuni vaatlusaluse perioodi lõpuni. Eelnev on tingitud olukorrast, et teise stsenaariumi korral on võõrkapitali osakaal madalam kui esimese stsenaariumi korral. Samas on mõlema stsenaariumi korral tulutoovuse üldvõime ja varade rentaabluse vahe väike, sest võõrkapitali hind on madal. Seega on mõistlik omanike rikkuse loomiseks kasutada finantsvõimendust. Samas kasvab jällegi finantsvõimenduse suurenemisega ettevõtte finantsrisk. Ettevõtte omandikordisti on esimese stsenaariumi korral 2012. aastast kõrgem, kui teise stsenaariumi korral. Seega on omakapitali rentaablus parem riskantsema finantseerimisstruktuuriga stsenaariumi korral. Ühtlasi kaasneb võõrkapitali kaasamisega intressikulude suurenemine, mis vähendavad ettevõtte kasumit. Muuhulgas tuleb arvestada, et riskantsema

võõrfinantseerimisega kaasneb ka omanike nõutava tulunormi kasv, mis viib jällegi ettevõtte poolt loodava lisandväärtuse vähenemiseni.

Tabel 2.10. AS Eesti Energia rentaablusnäitajate ja kapitali hindade analüüs erinevate stsenaariumite korral aastatel 2010-2014

Näitaja/aasta	2010	2011	2012	2013	2014
I stsenaarium					
Omakapitali rentaablus, %	13,03	12,07	5,63	11,06	10,54
Varade rentaablus, %	7,82	7,33	2,83	5,46	5,14
Omakapitali hind, %	6,20	5,42	7,37	8,93	6,28
Kaalutud keskmine kapitali hind, %	5,77	5,13	6,13	7,08	5,34
Omandikordisti	1,67	1,65	1,99	2,02	2,05
Tulutoovuse üldvõime (EBIT/A), %	8,07	8,25	4,02	6,26	6,25
II stsenaarium					
Omakapitali rentaablus, %	13,03	12,07	5,22	9,21	8,52
Varade rentaablus, %	7,82	7,33	3,57	6,06	5,80
Omakapitali hind, %	6,20	5,42	5,78	7,32	4,77
Kaalutud keskmine kapitali hind, %	5,77	5,13	5,48	6,63	4,60
Omandikordisti	1,67	1,65	1,46	1,52	1,47
Tulutoovuse üldvõime (EBIT/A), %	8,07	8,25	3,99	6,17	6,13

Allikas: AS Eesti Energia majandusaasta aruanded, autori arvutused.

Majandusliku lisandväärtuse stsenaariumianalüüsist (vt tabel 2.11) nähtub, et alates 2012. aastast teise stsenaariumi korral rahuldatakse kapitaliomanike tulunorme rohkem kui esimese stsenaariumi korral. Näitajate vahe on tingitud kaalutud keskmise kapitali hinna erinevustest finantseerimisstsenaariumite korral. 2012. aastal ei oleks loodud majanduslikku lisandväärtust mitte kummagi finantseerimisstruktuuriga. Samas on teise finantseerimisstruktuuri korral 2012. aastal majanduslik lisandväärtus vähem negatiivne, ehk kapitaliomanike ettevõttesse investeeritud kapitalilt soovitud tulunormi rahuldatakse 2012. aastal paremini teises stsenaariumis kui esimeses stsenaariumis. Majandusliku lisandväärtuse analüüs on väärtuspõhise lähenemisega. Võõrkapitaliga finantseerimise korral on ettevõtte võtnud suurema riski ja sellest tulenevalt on kapitaliomanike nõutav tulunorm kõrgem kui omakapitaliga finantseerimise stsenaariumi korral. Kuna mõlema finantseerimisstruktuuri korral on maksudejärgne ärikasum (NOPAT) võrdsed, on võõrkapitaliga finantseerimise stsenaariumi korral loodud omanikele vähem lisandväärtust kui omakapitaliga finantseerimise stsenaariumi

korral, sest ettevõtte maksudejärgne ärikasum rahuldab kapitaliomanike ootusi vähem kui madalama finantsriskiga omakapitaliga finantseerimisstsenaariumi korral.

Tabel 2.11. AS Eesti Energia majandusliku lisandväärtuse analüüs erinevate stsenaariumite korral aastatel 2010-2014

Näitaja/aasta	2010	2011	2012	2013	2014
I stsenaarium					
NOPAT, miljon eurot	120,1	153,3	82,3	161,5	162,4
Ettevõttesse investeeritud kapital, miljon eurot	1 465,8	1 672,8	2 135,5	2 362,9	2 535,2
Kaalutud keskmine kapitali hind, %	5,77	5,13	6,13	7,08	5,34
Kapitaliomanike tulunorm rahas, miljon eurot	84,9	75,2	102,6	151,3	126,1
EVA, miljon eurot	35,2	78,1	-20,3	10,2	36,3
II stsenaarium					
NOPAT, miljon eurot	120,1	153,3	82,3	161,5	162,4
Ettevõttesse investeeritud kapital, miljon eurot	1 465,8	1 672,8	2 154,7	2 401,1	2 596,8
Kaalutud keskmine kapitali hind, %	5,77	5,13	5,48	6,63	4,60
Kapitaliomanike tulunorm rahas, miljon eurot	84,9	75,2	91,7	142,8	110,5
EVA, miljon eurot	35,2	78,1	-9,4	18,7	51,9

Allikas: AS Eesti Energia majandusaasta aruanded, autori arvutused.

Vabade rahavoogude analüüsist nähtub, et vaba rahavoog omanikele on esimeses stsenaariumis suurem kui teises stsenaariumis neil aastatel, mil ettevõtte emiteeris võlakirjasid. Teises stsenaariumis on jällegi rahavoog omanikele 2013. aastal väiksema negatiivse väärtusega, ehk FCFE on suurem kui esimese stsenaariumi korral. 2013. aastal oleks makstud rohkem intressikulusid esimese stsenaariumi korral kui teises stsenaariumis ning laenude võtmine ja tagasimaksmine on mõlemas stsenaariumis 2013. aastal võrdsed. Rahavoogusid omanikele (FCFE) on korrigeeritud aktsiakapitali sissemaksetega, et paremini kirjeldada rahavoogu, mida on võimalik täiendavalt kasutada dividendide maksmiseks või ettevõttesse investeerimiseks. Alates 2012. aastast on vabad rahavood omanikele korrigeeritud aktsiakapitali sissemaksega suurema väärtusega teise stsenaariumi korral kui esimeses stsenaariumis. Võõrkapitaliga finantseerides kaasnevad ettevõttel intressikulud, mis vähendavad ettevõtte puhaskasumit. Seetõttu on teise stsenaariumi korral puhaskasumi väärtus kõrgem kui

esimese stsenaariumi korral alates 2012. aastast. Kuna finantseerimistehingud on mõlema stsenaariumi korral kapitali mahult võrdsed, on stsenaariumite korral rahasaldo ja deposiitide summa erinevus tingitud võlakirjadega finantseerides kupongiintressimaksete kulude vahest.

Tabel 2.12. AS Eesti Energia vabade rahavoogude ja rahasaldo analüüs erinevate stsenaariumite korral 2010-2014 aastal (miljon eurot)

Näitaja/aasta	2010	2011	2012	2013	2014
I stsenaarium					
Puhaskasum	144,3	149,2	70,5	153,1	152,9
Amortisatsioon	93,4	97,1	178,3	135,0	126,2
CapEx	218,5	507,8	513,5	418,9	275,9
dNOWC	64,7	-93,2	80,2	0,3	-50,1
Laenu võtmine	2,3	138,1	474,5	96,2	110,7
Laenu tagasimaksmine	3,5	59,1	26,4	1,3	1,4
Vaba rahavoog FCFE	-46,7	-89,3	103,2	-36,2	162,6
Aktiivkapitali sissemakse	-	-	-	-	-
FCFE + aktiivkapitali sissemakse	-46,7	-89,3	103,2	-36,2	162,6
Rahasaldo ja deposiidid kokku	236,2	40,9	143,7	70,9	81,1
II stsenaarium					
Puhaskasum	144,3	149,2	89,7	172,3	176,3
Amortisatsioon	93,4	97,1	178,3	135,0	126,2
CapEx	218,5	507,8	513,5	418,9	275,9
dNOWC	64,7	-93,2	80,2	0,3	-50,1
Laenu võtmine	2,3	138,1	27,5	96,2	0,4
Laenu tagasimaksmine	3,5	59,1	26,4	1,3	1,4
Vaba rahavoog FCFE	-46,7	-89,3	-324,7	-17,1	75,7
Aktiivkapitali sissemakse	-	-	447,0	-	110,3
FCFE + aktiivkapitali sissemakse	-46,7	-89,3	122,4	-17,1	186,0
Rahasaldo ja deposiidid kokku	236,2	40,9	162,9	109,1	142,7

Allikas: AS Eesti Energia majandusaasta aruanded, autori arvutused.

Ülaltoodud tabelist (vt tabel 2.12) nähtub, et teise stsenaariumi korral on alates 2012. aastast ettevõtte rahasaldo ja deposiidid kõrgema väärtusega kui esimese stsenaariumi korral. 2014. aasta lõpuks on stsenaariumite rahasaldode vahe 61,6 miljonit eurot. Rahasaldode erinevus tuleneb võlakirja kupongiintresside kulude vahede erinevusest. Samas nähtub koondanalüüsist (vt tabel 2.13), et teise stsenaariumi korral tuleb ettevõtte omanikul aastate lõikes ka rohkem ettevõttesse raha sisse maksta kui esimese

stsenaariumi korral. Samuti on teise stsenaariumi korral alates 2012. aastast kasum aktsia kohta madalam kui esimeses stsenaariumis, mis näitab, et omanike rikkust kasvatatakse teises stsenaariumis vähem kui esimese stsenaariumi korral. Lisaks on esimese stsenaariumi korral vaatlusaluse perioodi lõpuks 3,0 väärtusega netovõlg/EBITDA suhtarvust kõrgemale mindud. Järelikult ei oleks esimese stsenaariumi korral ettevõtte saanud niivõrd suures koguses dividende omanikele maksta, nagu maksti reaalse stsenaariumi korral. Samas jällegi esimese stsenaariumi korral ei maksnud omanik ettevõttesse täiendavalt kapitali sisse vaatlusalusel perioodil mitte kordagi, kuid reaalse stsenaariumi korral suurendas omanik ettevõtte aktsiakapitali 150 miljoni euro suuruse aktsiakapitali sissemaksega 2012. aastal.

Tabel 2.13. Koondanalüüs erinevate stsenaariumite korral aastatel 2010-2014

Näitaja/aasta	2010	2011	2012	2013	2014
I stsenaarium					
Netovõlg/EBITDA	0,45	1,43	2,65	2,92	3,21
Intressikulud (kumulatiivne), miljon eurot	16,2	35,4	72,4	112,4	155,5
Aktsiakapitali suurendamine (kumulatiivne), miljon eurot	-	-	-	-	-
Makstud dividendid, miljon eurot	109,2	56,1	65,2	55,2	93,6
Kasum aktsia kohta, eurot/tk	0,31	0,32	0,15	0,32	0,32
II stsenaarium					
Netovõlg/EBITDA	0,45	1,43	0,97	1,36	1,23
Intressikulud (kumulatiivne), miljon eurot	16,2	35,4	53,3	74,1	93,9
Aktsiakapitali suurendamine (kumulatiivne), miljon eurot	-	-	447,0	447,0	557,3
Makstud dividendid, miljon eurot	109,2	56,1	65,2	55,2	93,6
Kasum aktsia kohta, eurot/tk	0,31	0,32	0,10	0,19	0,17

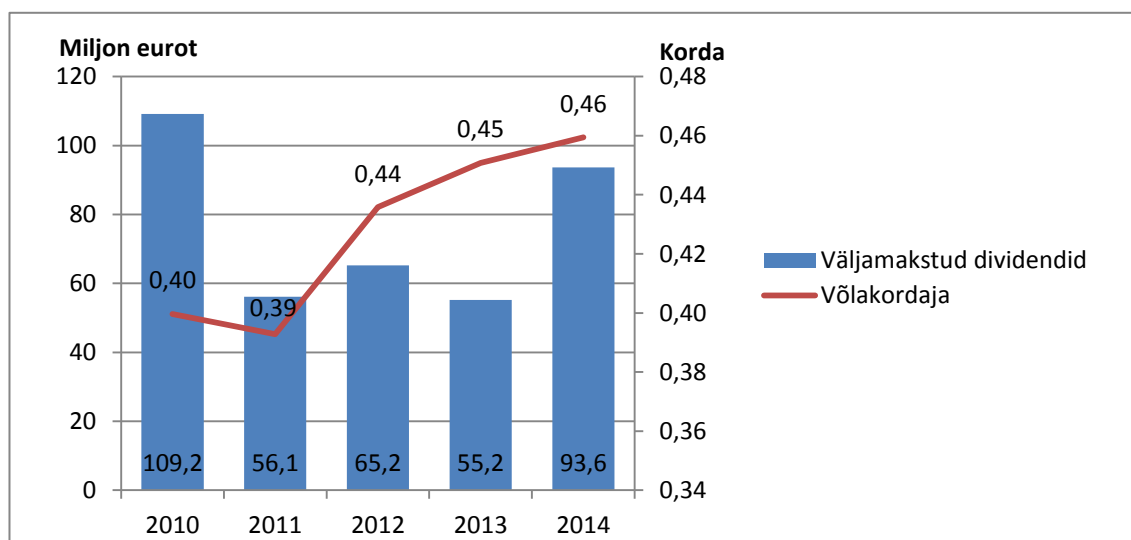
Allikas: AS Eesti Energia majandusaasta aruanded, autori arvutused.

Et säilitada esimese stsenaariumi korral soovitud netovõlg/EBITDA tase (3,0 korda), peavad ettevõtte rahalised väljaminekud olema väiksemad kui reaalse stsenaariumi korral. Töö autor kasutas MS Exceli funktsiooni *Goal Seek* ja leidis, et netovõlg/EBITDA 3,0 säilitamiseks vaatlusaluse perioodi lõpuks on Eesti Energial esimese stsenaariumi korral rahalisi väljaminekuid tarvis piirata 66,9 miljoni euro võrra. Eeldades, et raha väljaminekuid piiratakse dividendimaksete pealt, teeb see summa netodividendides 52,9 miljonit eurot. Et maksta teises stsenaariumis dividende reaalse stsenaariumi korral makstud dividendidega võrdväärse summas, tuleb omanikul

vaatlusalusel perioodil ettevõttesse kapitali täiendavalt sisse maksta. Eelnev toob kaasa aga ettevõtte omakapitali rentaablu ja kasumi aktsia kohta languse. Teise stsenaariumi korral oleks ettevõtte finantsrisk, ehk finantsraskustesse sattumise tõenäosus väike, kuid antud stsenaariumi järgi tegutsedes vähendataks omanike rikkust, mis oleks otseses vastuolus rahandusteooria põhieesmärgiga.

2.4. Järeldused ja ettepanekud uuritava ettevõtte finantseerimisstrateegia ja dividendipoliitika osas

AS Eesti Energia on vaatlusalusel perioodil suurendanud finantsvõimendust olulisel määral. Kui ettevõtete dividendipoliitika kohta teostatud empiiriliste uurimuste tulemused näitavad, et üldjuhul on võlakordaja suurendamine negatiivses korrelatsioonis dividendide maksmisega, siis Eesti Energia dividendietsuste puhul sellist seaduspära konkreetsel kujul ei tuvastata (vt joonis 2.2). Negatiivne korrelatsioon võlakordaja ja väljamakstud dividendide mahu vahel esineb vaid 2013. aastal. Vaatlusalusel perioodil on Eesti Energias makstud dividendide hulk pigem positiivses korrelatsioonis ettevõtte võlakordajaga, mis vastandub ettevõtete dividendipoliitika kohta läbiviidud empiiriliste uurimuste tulemustega.



Joonis 2.2. AS Eesti Energia väljamakstud dividendid ja võlakordaja muutus aastatel 2010-2014 (autori arvutused).

Tulenevalt ettevõtte suurusest ja kasumlikkusest on Eesti Energial tõenäosus finantsraskustesse sattumiseks väike. Ühtlasi on kõrgem võlakordaja tase omane firmadele, millede põhivarade suhtarv ettevõtte koguvaramast on kõrge. Samas on käesolevaks hetkeks jõutud ligilähedaselt netovõla ja kulumieelse ärikasumi suhte tasemeni, millest Eesti Energia investorsuhete ja *Treasury* juhi sõnul kõrgemale minna ei soovita. Vastasel korral ootaks ettevõtet ees tõenäoline krediidiireitingu langetamine krediidiireitinguagentuuride poolt. Seega on ettevõtte kapitalistruktuur ligilähedane optimaalsele kapitalistruktuurile, kasutades odavat võõrkapitali võimalikult suures osakaalus ilma finantsraskustesse sattumise tõenäosust suurendamata. Kõrgema krediidiireitinguga firmadel on väiksem tõenäosus sattuda finantsraskustesse. Riskitaseme arvestamine ettevõtte finantseerimisel on komponent, mis iseloomustab staatilist kompromissiteooriat. Ühtlasi on kõrgema krediidiireitinguga firmadel parem ligipääs kapitaliturgudele. Eesti Energia on ettevõtte finantseerimisel lähtunud finantshierarhia teooriast, ehk finantseerinud ettevõtet finantseerimisallikate eelistusjärjekorra alusel. Seega iseloomustab AS Eesti Energia finantseerimisotsuseid nii staatilisele kompromissiteooriale kui ka finantshierarhia teooriale omased komponendid.

Finantseerimisstruktuuri otsest mõju kapitali hindadele on keeruline hinnata, sest kapitali hindade muutumist vaatlusalusel perioodil on mõjutanud ettevõtte väliskeskkonnast tulenevate mõjutegurite muutused. Samuti on vaatlusalusel perioodil võõrkapitali hinnad olnud volatiilsed. Kuigi rentablusnäitajad on vaatlusalusel perioodil olnud mõneti langustrendis, on omanike tulunorm olnud rahuldamata vaid 2012. aastal. Samas ei ole ettevõtte enda omakapitali tulunormi määratlenud ning omakapitali hinna defineerimisel on lähtutud töö autori arvutuskäigust. 2012. aastal ei loonud ettevõtte ka majanduslikku lisandväärtust. Kapitali struktuuri mõju omakapitali hinnale ja kaalutud keskmisele kapitali hinnale on vaatlusalusel perioodil olnud marginaalne. Pigem on kapitali hindade muutused tingitud parameetritest, mida ettevõtte ise muuta ei saa, ehk ettevõtteväliste tegurite muutustest. Ühtlasi peab stsenaariumianalüüsi kinnitusel paika seaduspära, et kõrgema võlakordajaga stsenaariumi puhul samal vaatlusalusel aastal on omakapitali hind kõrgem, sest kõrgem finantsrisk tõstab omanike tulunormi. Samas jällegi on vaatlusalusel perioodil võõrkapitali intressimäärad langevas trendis olnud, mis soodustab ettevõtte

finantseerimiseks kasutama võõrkapitali. Analüüsitulemuste põhjal langeb omakapitali hind proportsionaalselt rohkem kui madalama intressimääraga võõrkapitali osakaal finantseerimisallikatest tõuseb. Kuna majandusliku lisandväärtuse analüüs juhindub kaalutud keskmisest kapitali hinnast, nähtub analüüsist, et omakapitaliga finantseerides luuakse kapitaliomanikele rikkust rohkem kui võõrfinantseerimise stsenaariumi korral. Samas on omakapitali rentaablus jällegi võõrfinantseerimise stsenaariumi korral kõrgem kui omafinantseerimise stsenaariumi korral. Erinevus tuleb sellest, et väärtuspõhine lähenemine arvestab finantseerimisotsuste tegemisel finantsriski, mida raamatupidamislik lähenemine ei arvesta.

Eesti Energia suur investeerimistegevuse maht kirjeldab pigem kasvufaasis tegutsevat ettevõtet, mitte küpsusfaasis tegutsevat ettevõtet. Finantsalase kirjanduse kohaselt kasvufaasis ettevõtted tavapäraselt dividende ei maksa. Ühtlasi on dividendide väljamaksete edasilükkamine kasvuvõimalusega firmas aluseks ettevõtte kapitali kasvule. Empiirilise analüüsi tulemused näitavad, et dividendide maksmisel ei ole järgitud jääkdividendi põhimõtet, vaid lähtutud dividendide maksmisel pigem omanike rahalistest vajadustest. Jääkdividendipoliitika eiramise korral on vaja ettevõtte finantseerimiseks kaasata täiendavat väliskapitali rohkem, kui jääkdividendipoliitika järgimise korral. AS Eesti Energia dividendipoliitikaga saab paralleele tuua ka teise Eesti Vabariigile kuuluva ettevõttega - aktsiaselts Tallinna Sadamaga. AS Tallinna Sadam on 2012. aastal emiteerinud 45 miljoni euro eest võlakirjasid ja samal aastal maksnud 33,8 miljonit eurot dividende, 2013. aastal võtnud 10 miljonit eurot laenu ning samal aastal maksnud 25,2 miljonit eurot dividende (Tallinna Sadam... 2013). Eelnev kinnitab samuti jääkdividendipoliitika eiramist, ehk sisuliselt on dividendimakseid finantseeritud võõrkapitali kaasamisega.

Võõrkapitali kaasamisega kaasnevad intressikulud, mis vähendavad ettevõtte kasumit kui ka rahavoogusid omanikele. Kui riik finantseeriks Eesti Energia investeerimisprogrammi aktsiakapitali sissemaksetega, saaks ettevõtte maksta omanikele küll intressikulude pealt kokku hoitud summa võrra suuremad dividende, kuid samas langeks sellise stsenaariumi korral ettevõtte omakapitali rentaablus. Muuhulgas puuduks samal tegevusaastal aktsiakapitali süstemaatilisel suurendamisel ja vähendamisel majanduslik sisu.

Suuremahulised finantseerimistehingud annavad ettevõttele võimaluse finantseerida ettevõtte tegevust ka sellest järgneval perioodil, sh investeerida ja maksta dividende. Samas ei saa toimuda dividendimaksete suuremahuline finantseerimine võõrkapitaliga kestvalt, sest sellise stsenaariumi korral kasvab ka võõrkapitalist tulenev ettevõtte finantsrisk. Kuna Eesti Energia finantsrisk on käesoleva seisuga ligilähedane ettevõtte poolt määratud maksimaalsele riskitasemele, siis ettevõtte investorsuhete ja *Treasury* juhi sõnul vaatlusalust perioodi iseloomustav Eesti Energia investeerimine, finantseerimisstrateegia ja dividendipoliitika edaspidiselt samasugusel kujul ei jätku.

Kokkuvõtliku ülevaate finantseerimisstrateegia mõjust ettevõtte finantsnäitajatele, vabadele rahavoogudele ja dividendipoliitikale annab erinevate finantseerimisstruktuuride korral AS Eesti Energia näitel annab alljärgnev tabel.

Tabel 2.14. Finantseerimisstrateegia mõju ettevõtte finantsnäitajatele, vabadele rahavoogudele ja dividendipoliitikale AS Eesti Energia näitel

Võrdluskriteerium/stsenaarium	Võõrfinantseerimine	Omafinantseerimine
Finantsrisk (netovõlg/EBITDA, WACC)	Suurem – dividendide maksmine kõrge finantsriski taseme korral komplitseeritud. Majanduslik lisandväärtus (EVA) väiksem.	Väiksem – dividendide maksmine vähem komplitseeritud. Majanduslik lisandväärtus (EVA) suurem.
Vaba rahavoog dividendide maksmiseks	Väiksem – võimalus maksta vähem dividende.	Suurem – võimalus maksta rohkem dividende.
Omakapitali rentaablus	Suurem – dividendide maksmine vähem vajalik.	Väiksem – näitaja tõstmiseks maksta rohkem dividende.

Allikas: autori koostatud.

Eesti Energia nõukogu esimehe sõnul kuni 2014. aastani ettevõttel dividendipoliitika sisuliselt puudus, ning dividendide mahu määras pigem riigieelarve vajadus, kui ettevõttepõhine finantsstrateegia. Käesolevaks ajaks on ettevõtte kirjalikult sõnastatud dividendipoliitikaks omanikule stabiilse ja ajas kasvava dividenditulu tagamine. Töö autori poolse ettepanekuna soovitatakse ettevõttel teostada modifitseeritud jääkdividendipoliitikat – hinnata rahavood, investeerimisvõimalused ja kapitali struktuur pikemaajalises perspektiivis ning tuginedes prognoositavatele andmetele leida planeeritava perioodi dividendide keskmine väljamaksemäär. Modifitseeritud jääkdividendipoliitikaga tagatakse aktsionärile stabiilne dividendidena makstud rahavoog keskpikas perioodis.

KOKKUVÕTE

Käesolevas töös on loodud süsteem ettevõtte kapitali struktuuri ja dividendietsuste teoreetilistest käsitlustest, et teostada empiiriline analüüs ettevõtte finantseerimisstrateegia mõju kohta dividendipoliitikale aktsiaselts Eesti Energia näitel.

Kapitali struktuuri ja dividendipoliitika teoreetiliste käsitluste uurimisega on äirahanduse arengu vältel paljud majandusteadlased tegelenud. Ühte ja ainuõiget lähenemist ettevõtte kapitali struktuuri ja dividendietsuste kujundamisel ei ole, sest nende kujundamisel tuleb lähtuda väga paljudest erinevatest kriteeriumitest. Üldlevinud seisukoha järgi on ettevõtte tegutsemise peamiseks eesmärgiks ettevõtte omanike rikkuse maksimeerimine. Rikkuse kasvu on võimalik juhtida investeerimispoliitika, finantseerimispoliitika ja dividendipoliitika abil. Antud töö esimene peatükk keskendus nende kahe viimase süsteemsele uurimisele.

Ettevõtet on võimalik finantseerida ettevõttesisestest ja ettevõttevälistest finantseerimisallikatest. Kapitali struktuuri analüüsimisel tuleb eelkõige uurida ettevõtte võõrkapitali intressikandva osa ja omakapitali proportsiooni. Kapitali struktuuri teoreetilisi käsitlusi uurides ilmnes, et omavahel kõrvutatavate teooriate põhitähelepanu asub erinevatel asjaoludel. Kapitali struktuuri irrelevantsuse teooria väidab, et ettevõtte väärtus ei sõltu finantseerimisotsustest, vaid sõltub ainult investeerimisotsustest. Staatilise kompromissiteooria järgi eksisteerib ettevõttel optimaalne kapitali struktuur, mis maksimeerib ettevõtte väärtuse. Kompromissiteooria arvestab ka agentuurikonfliktiga, mille kohaselt võõrkapitali kasutamine distsiplineerib juhatust ettevõtte rahaga optimaalsemalt ümber käima. Finantshierarhia teooria kohaselt võetakse kasutusele finantseerimisallikad eelistusjärjekorra alusel. Ühtlasi lähtub finantshierarhia teooria eelkõige informatsiooni asümmeetría minimeerimisest, mistõttu eelistatakse finantseerimisel kõigepealt ettevõttesiseseid finantseerimisallikaid. Kapitali struktuuri kujundamine sõltub ettevõtte suurusest, kasumlikkusest, kasvufaasist ja

krediidireitingust. Hea krediidireitinguga küpsusfaasis kasumlikud firmad omavad head ligipääsu kapitaliturgudele ja saavad võõrkapitali kasutada madala intressimääraga. Finantshierarhia teooria näib toimivat paremini suuremate, küpsusfaasis tegutsevate ja võlakirjaturule ligipääsu omavate firmade finantseerimise kirjeldamisel. Kasumlikel firmadel on võimalik ettevõtet rahastada teenitud kasumi ettevõttesse reinvesteeringutest ning suuremate investeeringute teostamiseks emiteeritakse võlakirjasid. Samas optimeerivad suured ettevõtted enda võlakordajat, mitte ei lähtu vaid finantshierarhia teooriast. Erinevaid finantseerimisallikaid kasutatakse pigem paindliku kapitali struktuuri saavutamiseks. Väikesed kasvufaasis ettevõtted omavad halvemat ligipääsu võlakirjade turule ja kasutavad seega finantseerimiseks välist omakapitali, teostades ka avalikke aktsiaemissioone. Ühtlasi peavad väikesed kasvufaasis ettevõtted lähtuma pigem staatilisest kompromissiteooriast, sest neil on suurem oht sattuda finantsraskustesse, kui suurfirmadel.

Uurides dividendipoliitika erinevaid teoreetilisi käsitlusi, ilmnes samuti nagu kapitali struktuuri teooriaid analüüsides, et dividendipoliitika teoreetilised käsitlused jagunevad kahte suuremasse gruppi: irrelevantuse teooria ja teooriad, mille väidete kohaselt mõjutab dividendipoliitika ettevõtte väärtust. Irrelevantuse teooria ei ole reaalses elus rakendatav, sest teooria käsitleb dividendipoliitikat täiuslike tingimustega kapitalituru tingimustes. Miller ja Modigliani teooriast kasvas välja jääkdividendide teooria. Jääkdividendide poliitika järgi tuleb teostada kõigepealt kõik võimalikud positiivse nüüdispuhasväärtusega investeerimisprojektid ning omanikele dividendideks maksta kasumi osa, mida ei reinvesteeri ettevõtlustegevusse. Vastasel juhul on suurem tõenäosus, et investeeringute teostamiseks läheb tarvis võõrfinantseeringu abi. Jääkdividendipoliitika võtab arvesse ettevõtte kapitali struktuuri, ettevõtte elutsükli ning arvestab transaktsioonikuludega. Gordon-Lintneri teooria ja maksueelistuse teooria sobib eelkõige börsil noteeritud ettevõtete käsitlemiseks, sest antud teooriate põhifookus asub ettevõtte aktsia turuhinnal.

Kuna dividendide väljamaksed vähendavad omakapitali, mis on ettevõtte üheks finantseerimisallikaks, siis on enne dividendide maksmist vaja teada, millistest finantseerimisallikatest toimub ettevõtte rahastamine. Seega on dividendipoliitika ja kapitali struktuur omavahelises seoses. Finantseerimisotsused koos dividendipoliitikaga

kujundavad ettevõtte kapitali struktuuri ning ettevõtte väärtuse juhtimisel on neid tarvis käsitleda süsteemselt.

Analüüsides aktsiaselts Eesti Energia finantseerimisstrateegiat, on ettevõtte kapitali struktuuri kujundamisel lähtutud nii staatilisest kompromissiteooriast kui ka finantshierarhia teooriast. Staatilise kompromissiteooria järgimisele viitab asjaolu, et Eesti Energia järgib kindlat netovõla ja kulumieelse ärikasumi suhte kordaja väärtust, millest kõrgemale minna ei soovita, sest vastasel korral langeks ettevõtte krediidireiting. Krediidireitingu määramise aluseks on finantsrisk, mis kasvab ettevõtte finantsvõimenduse suurenemisega. Eesti Energial on olnud töös vaatlusalusel perioodil ka suured rahalised väljaminekud investeeringute ja dividendimaksete näol, mistõttu küsiti 2012. aastal omanikult täiendavalt 150 miljonit eurot raha juurde, et netovõla ja amortisatsioonieelse ärikasumi suhte taset alandada. Ettevõtte krediidireiting on sisendiks kapitaliturgudelt raha kaasamisel. Eesti Energia omab head krediidireitingut ja ligipääsu kapitaliturgudele, mis annab võimaluse ettevõtet võlakirjaemissiooniga finantseerida. Finantshierarhia teooria järgimist Eesti Energias kinnitab asjaolu, et pärast ettevõttesiseste finantseerimisallikate ammendumist kaasatakse ettevõtte finantseerimiseks võõrkapitali ning kõige viimase variandina finantseeritakse ettevõtet välise omakapitaliga.

Analüüsides aktsiaselts Eesti Energia dividendipoliitikat, ei ole ettevõtte dividendide maksmisel järginud kindlat korrapära. Pigem on dividendimaksed toimunud ettevõtte omaniku rahalistest vajadustest. Jääkdividendide teooria järgi makstakse dividende vaid summas, mis jääb teenitud kasumist üle pärast investeeringute teostamist. Vastasel korral on tarvis ettevõtte finantseerimiseks kaasata täiendavat väliskapitali. Empiirilisest analüüsist nähtus, et Eesti Energia äritegevuse käigus loodud ettevõttesisest omakapitalist ei ole vaatlusalusel perioodil piisanud suuremahuliste investeeringute teostamiseks ning ettevõtte on sealjuures maksnud ka dividende. Eelnevast tulenevalt ei ole Eesti Energia vaatlusalusel perioodil dividendidotsuste langetamisel juhindunud jääkdividendipoliitikast, tuues kaasa ettevõtte kõrgendatud transaktsioonikulud.

Finantseerimisstrateegia mõjutab selgelt ettevõtte rahavoogusid, finantsnäitajaid ja dividendipoliitikat. Empiirilisest analüüsist nähtus, et võõrkapitaliga finantseerimise stsenaariumi korral saavutatakse kõrgem omakapitali rentaablus, ehk kasvatatakse

omanike rikkust rohkem kui ettevõtet omakapitaliga finantseerides. Samas kaasneb ettevõtet võõrkapitaliga finantseerides ka kõrgem finantsrisk, kui omakapitaliga finantseerides. Seetõttu on ka kapitaliomanike tulunorm võõrkapitaliga finantseerimise stsenaariumi korral kõrgem. Ettevõtet ei ole võimalik piiramatult vaid võõrkapitali kaasamisega finantseerida, sest võõrkapitali osakaalu suurendamisega finantseerimisallikates kaasneb ettevõtte finantsraskustesse sattumise tõenäosuse suurenemine, mis omakorda komplitseerib dividendide maksmist (omakapitali vähendamist). Omakapitaliga finantseerimise stsenaariumi korral on perioodi lõpuks rahasaldo jääk suurem, kui võõrkapitaliga finantseerimise stsenaariumi korral, sest võõrkapitaliga finantseerides kaasnevad intressikulud. Suurem rahasaldo võimaldab omanikule maksta rohkem dividende. Samas tuleb omakapitaliga finantseerimise stsenaariumi puhul omanikul täiendavalt ettevõttesse kapitali sisse maksta, millega kaasneb kasumi langus aktsia kohta. Antud näitaja tõstmiseks tuleks maksta rohkem dividende, kuid samal majandusaastal omakapitali süstemaatilisel suurendamisel ja vähendamisel (dividendide maksmisel) puudub otsene majanduslik sisu.

Töö autori hinnangul loetakse bakalaureusetöö eesmärk täidetuks, kus autor andis panuse uurides riigile kuuluva firma finantseerimisotsuste mõju ettevõtte rahavoogudele, finantsnäitajatele ja dividendipoliitikale. Autor soovitab Eesti Energial dividendide maksmisel rakendada modifitseeritud jääkdividendipoliitikat, et tagada aktsionärile stabiilne rahavoog dividendituluna keskpikas perioodis. Töö edasiarendamise (töö mahu suurendamise) võimalus on kõrvutada Eesti Energia finantseerimis- ja dividendipoliitilisi otsuseid erinevate teiste riikide valitsuse poolt täisomandit või osalust omavates ettevõtetes aset leidvate finantspoliitiliste otsustega. Edaspidiselt kõrghariduse teise astme teadustöös riigilile kuuluvate ja börsil noteeritud ettevõtete finantseerimisstrateegiat ja dividenditsuseid uurides on võimalik anda sisendit dividendiaktsiatesse investeeriva väärtpaberiportfelli (sh investeerimisfondi) koostamisse. Lisaks ei diferentseerita ärirahanduse teadusallikates, kas ettevõtte omanik on erainvestor või riik. Sellest tulenevalt on võimalik tööd edasi arendada, väljudes sealjuures ärirahanduse raamest ja käsitledes ettevõtte finantseerimisstrateegiat ja dividendipoliitikat huvigruppide teooria (*stakeholder theory*) vaatevinklist ning arvestades sealjuures omanike huvigruppide prioriteetidena just riigifirmade omanike huvisid.

VIIDATUD ALLIKAD

1. 2015. aasta riigieelarve seletuskiri. Rahandusministeerium.
[<http://www.fin.ee/doc.php?111085>] 11.03.2015;
2. **Allen, F., Bernardo, A.E., Welch, I.** 2000. A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles. - Journal of Finance, Vol. 55, pp. 2499–2536;
3. **Baker, H. K., Powell, G.** 2005. Understanding Financial Management: A Practical Guide. Cornwall: Blackwell Publishing;
4. **Baker, M., Wurgler, J.** 2002. Market timing and capital structure. - Journal of Finance, Vol. 57 (1), pp. 1–32;
5. **Bhattacharyya, N.** 2007. Dividend policy: a review. - Managerial Finance, Vol. 33 (1), pp. 4-13;
6. **Black, F.** 1976. The dividend puzzle. - The Journal of Portfolio Management, Vol 2, pp. 5–8;
7. **Black, F., Scholes, M.** 1974. The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns. - Journal of Financial Economics, Vol. 1, pp. 1–22;
8. **Brav, A., Graham, J.R., Harvey, C.R., Michaely, R.** 2005. Payout Policy in the 21st Century. - Journal of Financial Economics, Vol. 77 (9), pp. 483-527;
9. **Brealey, Richard A., Myers, Stewart C., Allen, F.** 2011. Principles of Corporate Finance (10th ed.). Boston: McGraw-Hill/Irwin;
10. **Brigham, E., Daves, P.** 2013. Fundamentals of Financial Management (11th ed.). Thomson South-Western;
11. **Brounen, D., De Jong, A., Koedijk, K.** 2004. Corporate finance in Europe: Confronting theory with practice. -Financial Management, Vol. 33 (4), pp. 71-101;
12. **Damodaran, A.** Country Default Spreads and Risk Premiums.
[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html]
20.03.2015;

13. **Damodaran, A.** Levered and Unlevered Betas by Industry.
[<http://www.stern.nyu.edu/%7Eadamodar/pc/datasets/betaEurope.xls>] 20.03.2015;
14. **Damodaran, A.** Price and Value to Book Ratios and ROE by Industry Sector.
[<http://www.stern.nyu.edu/%7Eadamodar/pc/datasets/pbvEurope.xls>] 20.03.2015;
15. **Damodaran, A.** Returning Cash to the Owners: Dividend Policy
[<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/cfovhd/divid.pdf>] 13.02.2015;
16. **DeAngelo, H, DeAngelo, L, Skinner, D.** 2002. Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings, Working Paper, University of Southern California;
17. **DeAngelo, H, DeAngelo, L, Skinner, D.** 2008 Corporate Payout Policy. - Foundations and Trends in Finance, Vol 3, pp. 95–287;
18. **DeAngelo, H., DeAngelo, L.** 1990. Dividend Policy and Financial Distress: An Empirical Investigation of Troubled NYSE Firms. - Journal of Finance, Vol. 45, pp 1415-1431;
19. **DeAngelo, H., DeAngelo, L., Whited, T.M.** 2011. Capital Structure Dynamics and Transitory Debt. - Journal of Financial Economics, Vol. 99 (2), pp. 235–261;
20. **Dudley, E.** 2012 .Capital Structure and Large Investment Projects. - Journal of Corporate Finance, Vol. 18 (5), pp. 1168-1192;
21. **Easterbrook, F.** 1984. Two Agency-Cost Explanations of Dividends. - American Economic Review, Vol. 74 (4), pp. 650-659;
22. Eesti Energia AS 2014. majandusaasta aruanne;
23. **Fama E., French, K.** 2005. Financing decision: Who issues stock? - Journal of Financial Economics, Vol. 76 (3), pp. 549–582;
24. **Fama, E., French, K.** 2001. Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? - Journal of Financial Economics, Vol. 60, pp. 3-43;
25. **Frank, M. K., Goyal, V. Z.** 2003. Testing the pecking order theory of capital structure. - Journal of Financial Economics, Vol. 67 (2), pp. 217-248;
26. German Government Bonds. Bloomberg.
[<http://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/germany/>]
21.03. 2015;
27. **Gordon, M.J.** 1959. Dividends, Earnings and Stock Prices. - Review of Economics and Statistics, Vol. 41, pp. 99-105;

28. **Graham, J. R., Harvey, C. R.** 2001. The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. - *Journal of Financial Economics*, Vol. 60, pp. 187-243;
29. **Ioanas, C., Nichita, M., Gruiescu, M.** 2009. Factors that affect dividend policies. – *Romanian Economic and Business Review*, Vol. 4 (2), pp. 83–88;
30. **Jensen, M.C.** 1986. Agency Cost Of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. - *American Economic Review*, Vol. 76 (2), pp. 323-329;
31. **Jensen, M.C., Meckling, W.H.** 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, Agency costs and Ownership structure. - *Journal of Financial Economics*, Vol. 113, pp. 305-360;
32. **Kariler, J.** 2013. Dividendipoliitika Eesti ettevõtetes. TÜ ettevõtetemajanduse instituut. (Magistritöö);
33. **Kõomägi, M.** 2006. Ärirahandus. Tartu Ülikooli kirjastus;
34. **La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Schleifer, A., Vishny, R.W.** 2000. Agency Problems and Dividend Policies around the World. - *Journal of Finance*, Vol. 55, pp. 1-34;
35. **Lemmon, M.L., Roberts, M.R., Zender, J.F.** 2008. Back to the Beginning: Persistence and the Cross-Section of Corporate Capital Structure. - *Journal of Finance*, Vol. 63, pp. 1575–1608;
36. **Lintner, J.** 1956. Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. - *American Economic Review*, Vol. 46 (2), pp. 97 - 113;
37. **Lintner, J.** 1962. Dividends, Earnings, Leverage and Stock Prices and the Supply of Capital to Coporations. - *Review of economics and Statistics*, Vol. 44 (3), pp. 243-269;
38. **Miller, M., Rock, K.** 1985. Dividend Policy under Asymmetric Information. - *Journal of Finance*, Vol. 40, pp. 1031-1051;
39. **Modigliani, F., Miller, M.** 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. - *American Economic Review*, Vol. 48 (3), pp. 261-297;
40. **Modigliani, F., Miller, M.** 1961. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. - *Journal of Business*, Vol. 34 (4), pp. 411-433;
41. **Modigliani, F., Miller, M.** 1963. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. - *American Economic Review*, Vol. 53 (3), pp. 433-443;

42. **Myers, S.C., Majluf, N.** 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. - Journal of Financial Economics, Vol 13, pp. 187-221;
43. **Naeem, S.** 2012. Financial structure of UK firms: The influence of credit ratings. University of Glasgow. College of Social Sciences, Accounting and Finance. (Doktoritöö);
44. **Pattenden, K., Twite, G.** 2008. Taxes and Dividend Policy under Alternative Tax Regimes. - Journal of Corporate Finance, Vol. 14, pp. 1-16.
45. **Rajan, R.G., Zingales, L.** 1995. What do we know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. – Journal of Finance, Vol. 50 (5), pp. 1421-1460;
46. **Richardson, S.** 2006. Over-investment of Free Cash Flow. - Review of Account Studies, Vol. 11, pp. 159-189;
47. Riigivaraeasus. 2009. RT I 2009, nr 57, art 381;
48. **Sander, P.** 2008. Dividendipoliitika. Äripäeva kirjastus;
49. **Sander, P., Kariler, J., Viikmaa, K.** 2013. Recent Trends in Dividend Policy of Estonian Companies. - Journal of International Scientific Publications: Economy and Business, Vol. 7(3), pp. 4-14;
50. **Shefrin, H., Statman, M.** 1984. Explaining investor preference for cash dividends. - Journal of Financial Economics, Vol. 13, pp. 253-282;
51. **Shyam-Sunder, L., Myers, S.C.** 1999. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. - Journal of Financial Economics, Vol. 51, pp. 219-244;
52. **Shyam-Sunder, L., Myers, S.C.** 1999. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. - Journal of Financial Economics, Vol. 51, pp. 219-244;
53. Tallinna Sadam AS 2013. majandusaasta aruanne;
54. Tulumaksuseadus 1999. – RT I 1999, nr 101, art 903;
55. **Vernimmen, P., Quiry, P., Dallochio, M., Fur, Y.L., Salvi, A.** 2014. Corporate Finance: Theory and practice (4th ed.). UK: John Wiley and Sons, Ltd;
56. Äriseadustik. 1995. RT I 1995, nr 26, art 355;
57. **Yu, B.** 2012. Agency costs of stakeholders and capital structure: international evidence. - Managerial Finance, Vol. 38 (3), pp. 303-324.

Lisa 1. Kapitali struktuuri teoreetiliste käsitluste süsteemne ülevaade

Võrdluskriteerium	MM irrelevantse teooria maksudega	Staatiline kompromissiteooria	Finantshierarhia teooria
Teooria põhitähelepanu asjaolul	Ettevõtte puudub optimaalne kapitali struktuur.	Finantsvõimenduse kasv suurendab ettevõtte finantsraskuste nüüdisväärtust.	Eelistatumad finantseerimisallikad kasutatakse esimese valikuna.
Teooria kohaselt peamine eesmärk ettevõtte finantseerimisel	Maksukilbi nüüdisväärtuse maksimeerimine.	Optimaalse kapitali struktuuri leidmine, mis maksimeerib ettevõtte väärtuse.	Informatsiooni asümmeetria minimeerimine.
Ettevõtte elutsükli arvestamine	Ei arvesta.	Kasvufaasis ettevõtetel on suurem tõenäosus sattuda finantsraskustesse.	Küpsusfaasis ettevõtted finantseerivad ettevõtet teenitud kasumist. Juhuslikke ja ettearvamatuid väljaminekuid finantseeritakse võõrkapitaliga.
Ettevõtte suuruse arvestamine	Ei arvesta.	Väikestel ettevõtetel on suurem tõenäosus sattuda finantsraskustesse.	Suured ettevõtted ei vaja täiendavaid finantseerimisallikaid nii palju kui väikesed ettevõtted.
Ettevõtte kasumlikkuse arvestamine	Ei arvesta.	Kasumlikel ettevõtetel on väiksem tõenäosus sattuda finantsraskustesse.	Kasumlikud firmad omavad väiksemat võlakordaja taset, sest teenitud kasum on võimalik reinvesteerida ettevõtte põhiärisse.
Agentuurikonflikti arvestamine	Ei arvesta.	Võõrkapitali kasutamine distsiplineerib ettevõtte juhtkonda, vähendades agentuurikuluseid (alternatiivkuluseid).	Ettevõtteväliste finantseerimisallikate kasutamine suurendab informatsiooni asümmeetriat ja agentuurikuluseid (monitoorimiskuluseid).
Krediidireitingu arvestamine	Ei arvesta.	Kõrge krediidireitinguga ettevõtte on väiksem tõenäosus sattuda finantsraskustesse.	Kõrge krediidireitinguga ettevõtte on hea ligipääs kapitaliturgudele – võimalus ettevõtet finantseerida eelistatud finantseerimisallikatest.

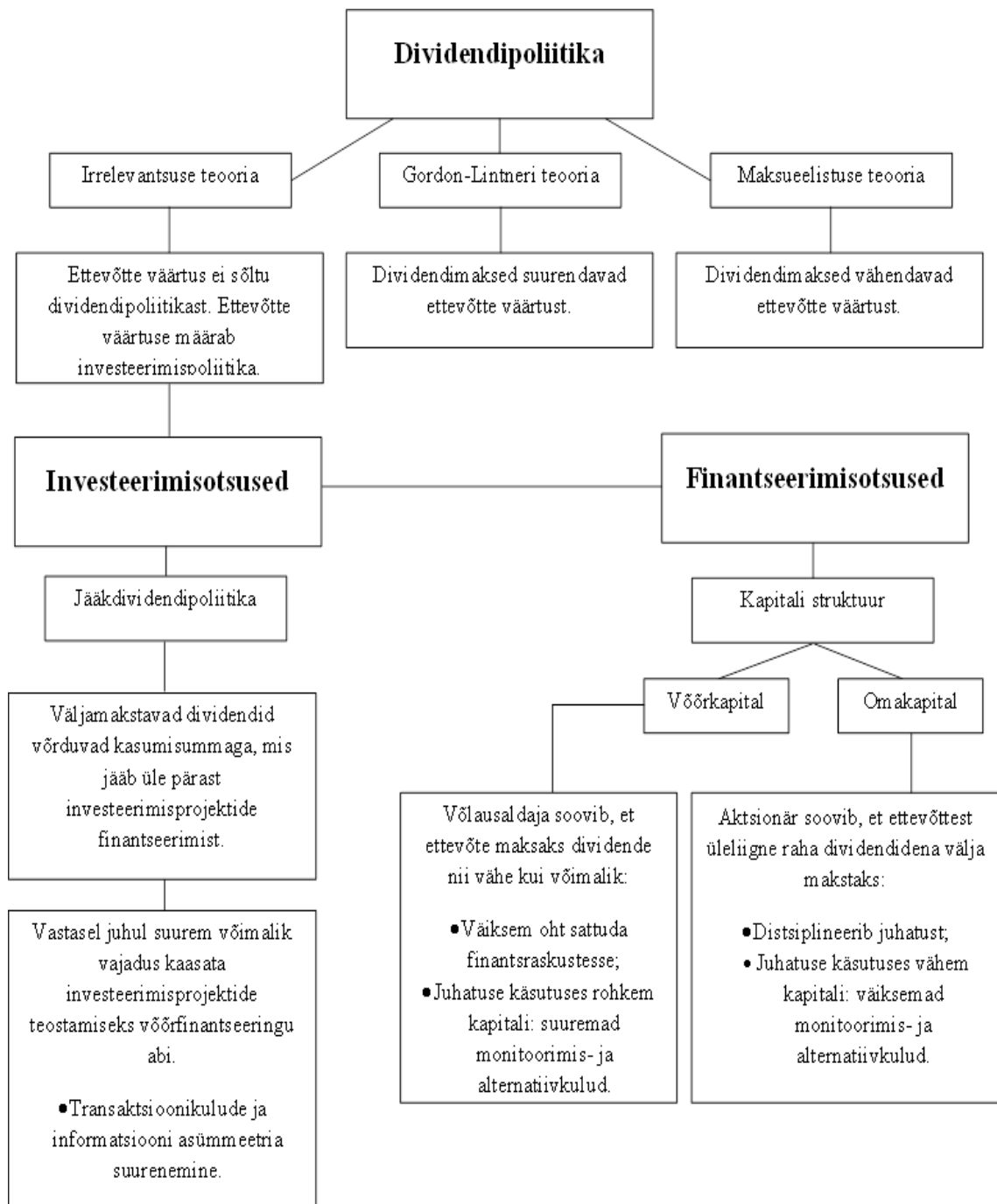
Allikas: autori koostatud.

Lisa 2. Dividendipoliitika teoreetiliste käsitluste süsteemne ülevaade

Võrdlus-kriteerium	MM irrelevantuse teooria	Gordon-Lintneri teooria	Maksueelistuse teooria	Jääkdividendide teooria
Teooria põhitähelepanu asjaolul	Ettevõtte väärtus ei sõltu dividendipoliitikast. Ettevõtte väärtuse määrab investeerimispolitiika.	Dividendimaksed suurendavad ettevõtte väärtust.	Dividendimaksed vähendavad ettevõtte väärtust.	Väljamakstavad dividendid peavad võrduma kasumisummaga, mis jääb üle pärast investeringute finantseerimist.
Ettevõtte kapitali struktuuriga arvestamine	Ei	Ei	Ei	Firma peab säilitama tulevaste investeringute finantseerimisel optimaalse võlakordaja ja kapitali sihtstruktuuri.
Ettevõtte elutsükliga arvestamine	Ei	Ei	Ei	Noored kasvufaasis ettevõtted omavad tavaliselt palju kasumlikke investeerimisvõimalusi, mistõttu tuleks ettevõtte kogu operatiivne puhas rahavoog reinvesteerida ettevõtlustegevusse.
Kapitalituru tingimustega arvestamine	Dividendipoliitika toimub täiuslikes turutingimustes. Aktsionäril ei ole vahet, kas ta saab tulu dividendides või aktsiad (börsil) võõrandades.	Dividendiaktsiad maksavad (börsil) kõrgemat turuhinda kui kasvuaktsiad.	Kasvuaktsiad maksavad (börsil) kõrgemat turuhinda kui dividendiaktsiad.	Teooria arvestab asjaoluga, et väärtpaberite emiteerimisega kaasnevad transaktsioonikulud.

Allikas: autori koostatud.

Lisa 3. Kapitali struktuuri ja dividendipoliitika süsteemne käsitus



Allikas: autori koostatud.

Lisa 4. AS Eesti Energia bilanss 2009-2014 aastal (miljon eurot)

Bilansikirje/kuupäev	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
VARAD						
Põhivara						
Materiaalne põhivara	1 191,7	1 293,6	1 658,6	1 988,4	2 258,1	2 408,5
Immateriaalne põhivara	15,2	23,3	56,1	58,7	62,2	65,6
Investeeringud sidusettevõtjatesse	12,1	11,8	23,3	21,3	22,4	2,0
Tuletisinstrumendid	0,2	0,3	13,6	7,5	6,2	1,7
Pikaajalised nõuded	2,4	0,4	17,9	26,0	19,4	31,9
Kokku põhivara	1 221,8	1 329,4	1 769,5	2 101,9	2 368,3	2 509,7
Käibevara						
Varud	39,0	29,1	37,9	48,3	39,1	40,8
Kasvuhoonegaaside lubatud heitkoguse ühikud	-	45,2	28,0	11,6	100,4	144,8
Nõuded ostjate vastu ja muud nõuded	92,9	169,9	125,2	174,6	185,1	124,3
Tuletisinstrumendid	2,7	0,4	8,1	9,2	41,4	75,7
Müügiootel finantsvarad	-	10,0	10,2	-	-	-
Finantsvarad õiglasest väärtusest muutustega läbi kasumiaruande	0,4	3,2	4,9	1,7	-	-
Üle 3-kuulise tähtajaga deposiidid pankades	5,1	181,4	-	90,0	21,0	40,0
Raha ja raha ekvivalendid	36,2	54,8	40,9	60,1	62,6	60,2
Kokku käibevara	176,4	494,0	255,2	395,5	449,6	485,8
Müügiks hoitavad varad	363,1	20,7	11,8	-	-	-
Kokku varad	1 761,3	1 844,1	2 036,5	2 497,4	2 817,9	2 995,5

Lisa 4 järg

Bilansikirje/kuupäev	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
OMAKAPITAL						
Aktiivkapital	471,8	471,6	471,6	621,6	621,6	621,6
Ülekurss	259,9	259,8	259,8	259,8	259,8	259,8
Kohustuslik reservkapital	47,2	47,2	47,2	47,2	51,0	59,0
Riskimaandamise reserv	-3,1	-34,6	-0,4	11,5	47,0	47,0
Realiseerimata kursivahed	-	-	3,5	2,4	0,8	5,7
Jaotamata kasum	325,3	360,3	453,5	465,6	566,1	624,0
Kokku emaettevõtja omanikule kuuluv kapital ja reservid	1 101,2	1 104,3	1 235,2	1 408,1	1 546,3	1 617,1
Mittekontrolliv osalus	2,7	2,8	1,4	1,0	1,4	2,3
Kokku omakapital	1 107,5	1 107,1	1 236,6	1 409,1	1 547,7	1 619,4
KOHUSTUSED						
Pikaajalised kohustused						
Võlakohustused	359,1	331,9	434,7	731,4	826,5	928,0
Muud võlad	0,1	0,3	0,4	2,4	3,3	3,8
Tuletisinstrumentid	3,9	4,9	1,9	0,3	1,5	1,7
Tulevaste perioodide tulud	116,9	118,6	126,4	136,6	151,0	161,7
Eraldised	26,3	28,6	31,1	23,9	28,8	31,7
Kokku pikaajalised kohustused	506,3	484,3	594,5	894,6	1 011,1	1 126,9
Lühiajalised kohustused						
Võlakohustused	3,5	26,8	1,5	1,4	1,4	6,9
Võlad hankijatele ja muud võlad	111,8	132,7	176,1	174,9	178,4	167,0
Tuletisinstrumentid	2,1	31,8	9,2	2,1	2,5	0,8
Tulevaste perioodide tulud	0,2	0,5	0,2	2,4	3,5	-
Eraldised	3,4	49,9	14,4	12,9	73,3	74,5
Kokku lühiajalised kohustused	121,0	241,6	201,4	193,7	259,1	249,2
Müügiks hoitavate varadega seotud kohustused	30,1	11,0	4,0	-	-	-
Kokku kohustused	657,4	737,0	799,9	1 088,3	1 270,2	1 376,1
Kokku kohustused ja omakapital	1 761,3	1 844,1	2 036,5	2 497,4	2 817,9	2 995,5

Lisa 5. AS Eesti Energia kasumiaruanne 2009-2014 aastal (miljon eurot)

Kasumiaruande kirje/aasta	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Müügitulu	651,0	784,1	831,9	822,1	966,4	880,0
Muud äritulud	12,6	12,1	25,6	46,4	8,8	23,4
Valmis- ja lõpetamata toodangu varude jääkide muutus	11,6	-9,3	3,9	9,9	-11,4	-0,9
Kaubad, toore, materjal ja teenused	-267,6	-348,0	-389,7	-380,4	-419,6	-375,5
Tööjõukulud	-126,1	-130,5	-135,6	-151,6	-148,2	-142,2
Põhivara kulum, amortisatsioon	-104,4	-93,4	-95,6	-115,0	-118,9	-126,2
Põhivara väärtuse langus	-	-	-1,5	-63,3	-16,1	-
Muud tegevuskulud	-74,3	-66,2	-71,0	-68,0	-85,5	-72,5
Ärikasum	102,8	148,9	168	100,1	175,5	186,1
Finantstulud	13,0	7,5	4,1	3,2	3,2	4,3
Finantskulud	-13,7	-12,8	-7,3	-8,4	-4,4	-5,0
Neto finantstulud (-kulud)	-0,7	-5,3	-3,2	-5,2	-1,2	-0,7
Kasum (kahjum) kapitaliosaluse meetodil investeeringutelt sidusettevõtjatesse	1,6	2,1	-0,9	-0,2	-0,8	-2,4
Kasum enne tulumaksustamist	103,6	145,8	163,9	94,7	173,5	183,0
Tulumaksukulu	-14,7	-28,8	-14,7	-17,8	-14,0	-23,7
Kasum jätkuvatest tegevusvaldkondadest	88,9	117,0	-	-	-	-
Kasum lõpetatud tegevusvaldkonnast	11,0	27,4	-	-	-	-
Aruandeaasta kasum	99,9	144,3	149,2	76,9	159,5	159,3

Lisa 6. AS Eesti Energia rahavoogude aruande kirjed 2010-2014 aastal (miljon eurot)

Rahavoogude aruande kirje/aasta	2010	2011	2012	2013	2014
Rahavood äritegevusest kokku	198,1	161,8	185,2	244,6	228,2
Rahavood investeerimistegevusest kokku	-75,5	-198,6	-548,9	-281,0	-246,2
Rahavood finantseerimistegevusest					
Saadud laenud	2,3	138,1	27,5	96,2	0,4
Saadud muud laenud	0,2	-	-	-	-
Emiteeritud võlakirjad	-	-	297,0	-	110,3
Tagasi makstud pangalaenud	-3,5	-59,1	-26,4	-1,3	-1,4
Tagasi makstud muud laenud	-	-	-	-0,8	-0,1
Sissemakse aktsiakapitali	-	-	150,0	-	-
Mittekontrolliva osaluse poolt tehtud sissemaksed	-	0,7	-	-	-
Makstud dividendid	-109,2	-56,1	-65,2	-55,2	-93,6
Lõpetatud tegevusvaldkonna rahavood finantseerimisest	6,5	-	-	-	-
Rahavood finantseerimistegevusest kokku	-103,6	23,6	382,9	38,9	15,6

Lisa 7. Täiendavad finantsandmed AS Eesti Energia majandusaasta aruannetest 2010-2014 aastal

Näitaja/aasta	2010	2011	2012	2013	2014
Võlakirjad soetusemaksumuses, miljon eurot	289,8	290,6	588,3	589,6	698,0
Pangalaenu soetusmaksumuses, miljon eurot	68,9	145,6	144,5	238,3	236,9
Võlakirjade kaalutud keskmine efektiivne intressimäär, %	4,90	4,90	4,70	4,70	4,30
Pangalaenu kaalutud keskmine efektiivne intressimäär, %	2,80	3,20	3,10	2,60	2,60
CapEx, miljon eurot	218,5	507,8	513,5	418,9	275,9
Intressikulud, miljon eurot	16,2	19,2	30,6	33,6	36,8

SUMMARY

THE EFFECT OF FINANCING STRATEGY ON DIVIDEND POLICY IN EESTI ENERGIA AS

Martin Vikat

The current thesis explores the theoretical approaches of company's capital structure and dividend decisions in a systematic manner, in order to carry out an empirical analysis of the effect of financing strategy on dividend policy in the case of AS Eesti Energia.

Economists have worked decades on different capital structure theories, but there is no one theory that can capture everything that drives thousands of corporations' debt versus equity choices. Instead there are several theories, each more or less helpful, depending on each particular corporation's assets, operations, and circumstances. Most of firm's value comes from the left side of the balance sheet, that is, from the firm's operations, assets, and growth opportunities. Financing is important as well, because it can subtract value rapidly if financing decisions are made indiscriminately. Managers should choose the capital structure that they believe will have the highest firm value because this capital structure will be most beneficial to the firm's stockholders.

For smaller growth companies, interest tax shields are less important than preserving financial slack. Profitable growth opportunities are valuable only if financing is available when it comes time to invest. Costs of financial distress are high, so growth companies try to use mostly equity financing. Mature public corporations often end up following the pecking order. Information problems deter large equity issues, so such firms prefer to finance investment with retained earnings. They issue more debt when investments outrun retained earnings, and pay down debt when earnings outpace investment. Sooner or later a corporation's operations age to the point where growth

opportunities evaporate. In that case, the firm may issue large amounts of debt and retire equity, to constrain investment and force payout of cash to investors. The higher debt ratio may come voluntarily or be forced by a takeover. Thoughtful financial manager of the firm must set financing strategy that maximizes its stockholders value.

Theories of dividend policy focus on researching the influence of dividend policy on the value of the company. Dividend irrelevance theory refers to the fact that firm's value is not affected by its payout policy. Shareholders value is driven by the firm's investment policy, including its future growth opportunities. In Miller-Modigliani's analysis, payout is a residual, a by-product of other financial policies. The firm should make investment and financing decisions, and then pay out whatever cash is left over. Therefore payout should change over the life cycle of the firm. Young growth firms have plenty of profitable investment opportunities. During this time it is efficient to retain and reinvest all operating cash flow. As the firm matures, positive-NPV projects become scarcer relative to cash flow. The firm begins to accumulate cash. Now investors begin to worry about overinvestment or excessive perks. As the firm ages, more and more payout is called for. The payout may come as higher dividends or large repurchases. Distributions to shareholders can also reduce agency costs, as fewer money in the firm discipline managers to make investment decisions more responsibly. Bird-in-the-hand and tax-preference theories are more focused on the value of the firm's stock market price. Gordon and Lintner said, in effect, that investors value a dollar of expected dividends more highly than a dollar of expected capital gains because the dividend yield component is less risky than the expected capital gain. Tax-preference theory is opposite to the bird-in-the-hand theory and refers that investors would be willing to pay more for low-payout companies than for otherwise similar high-payout companies.

When establishing a distribution policy, *one size does not fit all*. Some firms produce a lot of cash but have limited investment opportunities - this is true for firms in profitable but mature industries where few opportunities for growth exist. Such firms typically distribute a large percentage of their cash to shareholders, thereby attracting investment clienteles that prefer high dividends. Other firms generate little or no excess cash since they have many good investment opportunities. Such firms generally distribute little or

no cash but enjoy rising earnings and stock prices, thereby attracting investors who prefer capital gains.

Dividend payouts reduce firm's equity which is one funding sources of the firm. That leads to the point that companies need clear financing strategy for establishing their payout policy. Both financing decisions and distributions to shareholders affect firm's capital structure and are systematically involved as instruments that play role in determining firm's value.

Analysis of Eesti Energia AS financing strategy revealed that the forming of the company's capital structure is guided both by *static trade-off theory* as well as *pecking order theory*. *Static trade-off theory* can be seen in the established optimal net debt/EBITDA level (3x) that is not exceeded, because it would cause downgrade in company's credit rating. The credit rating is determined by the financial risk that grows with the company's leverage increases. During the concerned period, Eesti Energia has also had high cash outflows in the form of capital expenditures and dividend payments. Therefore, in 2012, the company's owner was requested of additional equity issue of 150 million euros to reduce the net debt/EBITDA ratio. The credit rating is also an input for including money from capital markets. Good credit rating and access to capital markets enables large and profitable companies, such as Eesti Energia, to finance the company with bond issue. The use of *pecking order theory* is supported by the fact that when internal sources of financing are exhausted, then debt is issued to finance the company, and only as a last resort, equity is issued. Eesti Energia has used such a pecking order.

Examining the dividend policy of Eesti Energia AS, no particular pattern can be found. The dividend payments have rather stemmed from owner's financial needs. Companies using the residual dividend policy choose to rely on internally generated equity to fulfill necessary capital expenditures and the remaining amount available (the residual) is paid out to shareholders. Otherwise, additional external capital is needed to finance the company. Empirical analysis proved that internally generated equity of AS Eesti Energia during the concerned period has not been sufficient to carry out large-scale investments and despite of that, the company has made dividend payments. Taking

previous information into account, it can be concluded that Eesti Energia AS has not been guided by *residual dividend policy* in their business decisions.

The financing strategy has a clear influence on the company's cash flows, financial measures and dividend policy. Empirical analysis confirmed that debt financing scenario serves better on achieving a higher return on equity than financing the company with equity. Financial leverage gives firm the opportunity to increase the shareholder's wealth by using bondholder's money, but the financial leverage also increases the financial risk of the firm that leads to the higher cost of capital. Financing with debt is not unlimited, because the increase of debt in company's funding sources raises the likelihood of financial distress, which complicates the payment of dividends (reduction of equity). According to the equity financing scenario, cash balance is higher than with debt financing, because interest costs apply. However, with equity financing, the owner must invest additional capital in the company, which causes the decline in profits per share. In addition, equity issue and dividend payments, in other words - a systematic increase and decrease of equity do not have direct economic content in the current commercial year.

The author of the present thesis suggests that Eesti Energia would benefit greatly from clearly determined dividend policy. The company should use modified residual dividend policy – estimate its cash flows, investment opportunities and capital structure for a longer term, and based on the forecast data, evaluate the dividend payout ratio for the following years. Applying modified residual dividend policy in the company provides stable dividend payouts to the shareholder for a longer period.

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Mina, Martin Vikat

1. annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose Ettevõtte finantseerimisstrateegia mõju dividendipoliitikale aktsiaselts Eesti Energia näitel, mille juhendaja on Margus Kõomägi,
 - 1.1.reprodutseerimiseks säilitamise ja üldsusele kättesaadavaks tegemise eesmärgil, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace-is lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;
 - 1.2.üldsusele kättesaadavaks tegemiseks Tartu Ülikooli veebikeskkonna kaudu, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace'i kaudu kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.
2. olen teadlik, et punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.
3. kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest tulenevaid õigusi.

Pärnus, **20.05.2015**